

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

LICENCIATURA EM CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO

RAMO: CONTROLO FINANCEIRO

AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA ANÁLISE DE UTILIZAÇÃO DO EVA

Aluna:

Arzelinda Jesus Lopes N° 09.807

Mindelo, Maio 2014

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

LICENCIATURA EM CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO

RAMO: CONTROLO FINANCEIRO

AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA ANÁLISE DE UTILIZAÇÃO DO EVA

Aluna:

Arzelinda Jesus Lopes N° 09.807

ORIENTADOR: Dr. Carlos Monteiro

Mindelo, Maio 2014

“ O primeiro passo para conseguir algo é desejá-lo.”

Madre Teresa de Calcutá

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, António Nascimento
Lopes e Albertina Faustina Lopes, por
todo apoio e incentivo.

AGRADECIMENTO

Agradeço primeiramente a Deus, pela força e coragem na realização do presente trabalho.

Um agradecimento especial ao meu professor e orientador Dr. Carlos Monteiro, pela orientação, apoio e incentivo disponibilizados ao longo deste trabalho.

Agradeço a todas as pessoas que de forma directa ou indirecta, contribuíram para a realização do trabalho.

Agradeço a todas as empresas que participaram neste estudo e aos entrevistados, pela sua disponibilidade e atenção, com especial relevo para o Sr. Adriano Soares, a Sra Antónia Lopes, o Sr. Carlos Rodrigues, o Sr. Ernesto Morais, o Sr. Manuel Fonseca e o Sr. João Gomes.

Agradeço aos meus pais, irmãos e amigos.

Agradeço ao ISCEE e aos professores pelos conhecimentos académicos e pela oportunidade de estudar nesta instituição.

Agradeço à FICASE e ao Ministério de Educação e Ensino Superior, pelo apoio financeiro, sem o qual não seria possível a realização do meu curso.

E por ultimo e não menos importante aos meus colegas, companheiros dessa longa jornada.

A todos, um muito obrigado!

RESUMO ANALÍTICO

A realidade da economia actual impõe às empresas a necessidade de administração do valor para a sobrevivência e continuidade do negócio. Nesse sentido o processo de avaliação de empresa desempenha um papel importante para a gestão, uma vez que os gestores precisam considerar as possíveis alternativas existentes para criação de valor, como compra e venda de participações, aceitar novos investimentos, fusões ou até mesmo para realização de reestruturações e incorporações.

É nesse sentido que decidimos realizar um estudo cujo tema é: Avaliação de empresa - uma análise de utilização do EVA (*Económic Value Added*), com o objectivo principal de mostrar a importância do EVA como uma das metodologias de avaliação de empresas.

Para a realização dessa pesquisa, fizemos um estudo de caso múltiplo, com o propósito de estimar o valor de algumas empresas de sectores diferentes. De acordo com o estudo, constatamos que as empresas não têm dado a devida importância sobre o tema, embora tenham a consciência das vantagens que essa prática pode trazer para as organizações.

Tendo em conta os diversos métodos apresentados, utilizamos um dos métodos tradicionais (método do valor contabilístico ou histórico) com o intuito de fazer uma pequena comparação dos valores calculados com a metodologia do EVA.

Relativamente à metodologia utilizada durante a elaboração deste trabalho, baseámo-nos numa pesquisa bibliográfica acerca do tema, através da consulta de livros, trabalhos científicos já publicados assim como sites na internet.

Os resultados do estudo demonstraram que o valor das empresas calculado pelo método do EVA foi maior do que o valor apresentado pelo método tradicional, o que nos aponta uma superioridade da metodologia do EVA ao avaliar as empresas pelo seu potencial económico, e não pelos recursos financeiros.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, *Económic Value Added*

ABSTRACT

The reality of today's economy requires companies the need for administering their value for survival and business continuity sake. In this sense the process of business evaluation plays an important role for management, since managers need to consider existing possible alternatives value increase, such as buying and selling shares, accepting new investments, mergers or even to conducting restructuring and incorporations.

This is the reason why we have decided to conduct a study whose objective is: Business evaluation - an analysis of the use of EVA (Economic Value Added), with the main aim to show the importance of EVA as a methodology for evaluating companies.

In preparing this study, we used several companies from diverse sectors of activity for the purpose of estimating their value. According to the study, we found that companies have not given due importance to the subject, even though they are aware of the benefits that this practice can bring to their organizations.

Among various methods presented, we used one of the traditional ones (the methodology of accounting or historical value) in order to make a little comparison of the calculated values to the methodology of EVA.

Regarding the methodology used during the preparation of this work, we relied on a literature survey on the subject, by consulting books, published scientific papers as well as internet sites.

The results of the study showed that the value of the companies, when calculated using the EVA method, was higher than the value presented when the traditional method was used, which indicates the superiority of EVA methodology to evaluate companies for their economic potential, and not their financial resources.

Keyword: Business evaluation, *Economic Value Added*

Índice

DEDICATÓRIA	I
AGRADECIMENTO	II
RESUMO ANALÍTICO	III
ABSTRACT	IV
LISTA DE QUADROS	VI
LISTA DE GRÁFICOS	VII
LISTA DE ANEXOS	VII
LISTA DE APÊNDICE	VII
1. CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	1
1.1. Apresentação e Justificação do Tema	1
1.1.1. Apresentação do tema	1
1.1.2. Justificação do tema	2
1.2. Objectivo de estudo	3
1.2.1. Objectivo geral	3
1.2.2. Objectivo específicos	3
1.3. Pergunta de partida	4
1.4. Metodologia do trabalho	4
1.5. Utilidade académica e profissional	4
1.6. Estrutura do trabalho	5
2. CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA DO TEMA DE INVESTIGAÇÃO .	6
2.1. Noções e importância de avaliação de empresa	6
2.2. Objecto de avaliação	7
2.3. Pressupostos essenciais de cada avaliação	8
2.4. Processo de avaliação de empresa	10
2.5. <i>Due diligence</i>	11
2.6. Principais casos onde se deve proceder a avaliação de empresa	12
2.7. Metodologias de avaliação de empresas	13
2.8. Avaliação baseada nos métodos tradicionais	16
2.9. Avaliação baseada nos Métodos da Criação de Valor	17
2.9.1. Origem e Conceitualização do EVA	17

2.9.2. Vantagens da utilização do EVA	19
2.9.3. Cálculo do EVA	21
2.9.4. <i>Market Value Added</i> - MVA	28
2.9.5. Relação do EVA e MVA.....	29
2.9.6. Interpretação do EVA.....	30
2.9.7. Ajustes na Contabilidade.....	31
2.9.8. Acções para Maximizar o EVA	33
2.9.9. Limitações do EVA.....	34
3. CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	36
3.1. Classificação da pesquisa.....	36
3.2. Estratégias de investigação: O Estudo de caso	37
3.3. Tipologia de estudo de caso.....	39
3.4. Passos na condução de um estudo de caso	39
4. CAPÍTULO IV – ESTUDO DE CASOS	41
4.1. Apresentação e Caracterização dos Casos	41
4.2. Análise dos Resultados	43
5. CAPÍTULO V – CONCLUSÃO	56
5.1. Limitações do Estudo.....	57
5.2. Sugestões e Recomendações Futuras do Estudo.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	58
ANEXOS	62

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Classificação dos principais métodos de avaliação de empresas	15
Quadro 2 – Ajustamentos Contabilísticos	32
Quadro 3 – Entrevistados	40
Quadro 4 – Resumo do perfil das empresas estudadas.....	41
Quadro 5 – Determinação do valor das empresas industriais pelo método tradicional..	44
Quadro 6 – Determinação do valor das empresas comerciais pelo método tradicional .	44

Quadro 7 – Determinação do valor das empresas de prestação serviços pelo método tradicional	45
Quadro 8 – Determinação WACC das empresas industriais	48
Quadro 9 – Determinação WACC das empresas comerciais	48
Quadro 10 – Determinação WACC das empresas de prestação de serviços	49
Quadro 11 – Determinação EVA das empresas industriais	50
Quadro 12 – Determinação EVA das empresas comerciais	50
Quadro 13 – Determinação EVA das empresas de prestação de serviços	51
Quadro 14 – Determinação do valor das empresas industriais	51
Quadro 15 – Determinação do valor das empresas comerciais	52
Quadro 16 – Determinação do valor das empresas de prestação de serviços	52

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Gráfico comparativo entre os dois métodos	53
---	----

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas industriais	63
Anexo 2 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas comerciais	65
Anexo 3 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas de prestação de serviços	66
Anexo 4 – Balanço das empresas industriais	67
Anexo 5 – Balanço das empresas comerciais	70
Anexo 6 – Balanço das empresas de prestação de serviços	73

LISTA DE APÊNDICE

Apêndice 1 – <i>Check List</i> para a <i>due diligence</i>	76
Apêndice 2 – Calculo Necessidades de Fundo Maneio (unidade monetária – ECV)	78
Apêndice 3 – Balanço EVA (unidade monetária – ECV)	80
Apêndice 4 – Calculo do capital investido (unidade monetária – ECV)	81
Apêndice 5 – Calculo RODI (unidade monetária – ECV)	82
Apêndice 6 – Determinação do custo capital próprio	82

LISTA DE ABREVIATURAS

AEVA- *Adjusted Economic Value Added* (valor económico adicionado ajustado)

BCV – Bolsa de Cabo Verde

C – Montante de financiamento

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CFROI- *Cash Flow Return On Investment*

CI- Capital investido

EOEP – Estado e outros entes Públicos

EVA- *Economic Value Added* (valor económico agregado)

FIFO - *First In, First Out*

LIFO - *Last In, First Out*

MVA- *Market Value Added* (valor de mercado adicionado)

NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes* (lucro Operacional antes de juros após os impostos)

PCGA- Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites

REVA- Refined Economic Value Added (valor económico adicionado refinado)

RODI – Resultado operacional depois do imposto

ROAJ - Resultado operacional antes de juros mas depois de impostos (=NOPAT)

ROI - *Return On Investment* (rendibilidade do investimento)

SCT- Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos

SVA- *Shareholder Value Added* (valor do accionista adicionado)

VM- Valor do mercado

WACC- Weight Average Cost of Capital (custo médio ponderado do capital)

1. CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação e Justificação do Tema

1.1.1. Apresentação do tema

O ambiente empresarial está em constante mudança onde é visível uma grande inovação tecnológica. A sociedade de negócios enfrenta grandes desafios concorrenciais. As empresas necessitam de informações precisas, oportunas e objectivas para apoiar o processo decisório. As mudanças que ocorrem no mundo têm promovido um crescimento económico, através do aumento do tecido empresarial, e essas tendem a ser cada vez mais produtivas e competitivas. A tomada de boas decisões, torna-se então, um factor crucial para assegurar a sobrevivência, o crescimento e a permanência das empresas no mercado. As empresas, neste ambiente turbulento, estão sujeitas a transformações rápidas, previsíveis ou não, o que pode alterar os seus padrões de competitividade, exigindo tomadas de decisões rápidas e objectivas e essas só serão concretizadas se os utentes estiverem na posse de informação fiáveis. O aumento da competitividade entre as organizações, as exigências no aumento da qualidade dos produtos e serviços prestados, a abertura de capitais das empresas, entre outros factores, têm tido uma grande influência nas organizações, isto é, devem preocupar-se mais em criar valor para os accionistas, do que simplesmente ter um resultado económico.

Diariamente podemos avaliar empresas por inúmeras razões. No entanto, a avaliação de empresa é algo extremamente difícil e subjectivo. A principal dificuldade está no facto do valor de uma empresa não ser percebida da mesma forma, pelo comprador e pelo vendedor.

De acordo com a literatura especializada, existem diferentes tipos de metodologias de avaliação que podem solucionar estas diferentes percepções de valor.

Apesar dessas metodologias serem essencialmente quantitativos, não podem ser considerados muito objectivos, pois nenhum método fornece um valor preciso, único e imutável para uma empresa e sim, uma estimativa de valor.

Segundo Vieito e Maquieira (2010), para se determinar o valor de uma empresa pode-se utilizar vários métodos, de forma separada, ou em conjunto. Há que ter em atenção que não existe um método padrão adequado a todas as situações. Dependendo da situação presente assim se opta para o método a ser aplicado, de forma a chegar no melhor valor a atribuir à empresa em causa. O valor de uma empresa depende de inúmeros factores. Uns de carácter objectivos e conjuntural e outros de carácter totalmente subjectivos (Mota *et al.* 2012). Pois, para além de uma análise detalhada da empresa, examinando toda uma série de variáveis que passam pela sua posição de mercado, política de investimento, rendibilidade, estrutura financeira, etc., deve também efectuar uma análise da sua envolvente, onde se incluem variáveis que, normalmente, fogem ao controlo das empresas, como por exemplo: variáveis de natureza macroeconómica, política, de sector da actividade e de concorrência.

1.1.2. Justificação do tema

Com o crescente número de fusões, aquisições, incorporações, entre outras situações, numa economia globalizada, o processo de avaliação de empresa tem ganho uma importância bastante considerável. Nesse sentido avaliação, de empresa não visa a fixação de um preço para a sociedade mas sim, um valor justo para a empresa que está a ser avaliada, tendo em conta a realidade do valor de mercado. Tem sido uma preocupação constante para os gestores das organizações, uma vez que pretendem garantir uma boa rendibilidade para os seus accionistas. Esta problemática, por outro lado, tem também uma grande importância para outros agentes, nomeadamente, os empresários que tem o propósito de vender as suas empresas ou participações, ou entidades de investimento, que queiram comprar empresas para mais tarde as venderem com o objectivo de obterem uma mais-valia.

Deste modo, torna-se necessário que a gestão da empresa seja eficiente e eficaz para que os accionistas possam conhecer o seu valor. Pode-se dizer que a definição de valor de uma empresa é uma tarefa complexa e que não existe um valor correcto para um negócio, pois este, é determinado para um objectivo específico, tendo em conta as perspectivas das partes interessadas. Nesse contexto o EVA surge como uma das metodologia de cálculo do valor da empresa, na medida que, o EVA assume uma grande

importância, pois as informações decorrentes no processo de avaliação de empresa, através dessa metodologia, possibilitará aos gestores identificarem as áreas da empresa que criam ou destroem valor. É neste sentido que decidimos pesquisar e elaborar um trabalho subordinado a esta problemática, tendo em conta a pertinência e a relevância que o tema tem no contexto actual. Nessa óptica, não se pretende esgotar o tema, mas sim torna-la perceptível aos interessados que pretendem aumentar os seus conhecimentos teóricos e prática, na temática de avaliação de empresa.

1.2. Objectivo de estudo

Os objectivos visam indicar o alvo ou o fim que se pretende atingir com a pesquisa e trazem consigo o sentido que guia a pesquisa.

Neste ponto, apresenta-se o objectivo geral e os objectivos específicos para que se possa alcançar a solução do problema de pesquisa. O objectivo geral diz respeito a uma visão global e abrangente do problema, enquanto os objectivos específicos têm carácter mais sólido, de modo a permitir que o objectivo geral seja atingido.

1.2.1. Objectivo geral

Esse estudo tem como objectivo principal mostrar a importância do EVA como uma das metodologias de avaliação de empresa.

1.2.2. Objectivo específicos

- ✓ Obter informações, por meio da revisão teórica, sobre a avaliação de empresa e os principais métodos de avaliação;
- ✓ Mostrar a eficácia do EVA em relação a outro método de avaliação;
- ✓ Proceder a um estudo de caso sobre a avaliação de empresa;
- ✓ Averiguar se o EVA criou ou destruiu valor para as empresas;
- ✓ Estimar/determinar o valor das empresas através do EVA/ MVA;
- ✓ Impacto da avaliação pelo EVA por empresas de sectores diferentes;

1.3. Pergunta de partida

A pergunta de partida é importante uma vez que nos permite focar no nosso objecto de estudo, evitando o afastamento daquilo que pretendemos conferir com este trabalho.

Definimos a seguinte pergunta:

- Qual a importância da utilização do EVA, na avaliação de empresa?

1.4. Metodologia do trabalho

A metodologia define o que o projecto de pesquisa proposto neste estudo investigou e como foi realizado todo o trabalho. O nosso trabalho vai ser desenvolvido em duas fases, sendo que, numa primeira fase pretendemos efectuar uma pesquisa bibliográfica, que aborda o tema em estudo, baseada na análise da literatura já publicada em forma de livros, artigos, trabalhos técnicos e científicos, e informações disponibilizadas na *internet*. Numa segunda fase, de acordo com o objectivo primordial do tema, iremos realizar um estudo de caso múltiplo. Baseamos numa abordagem qualitativa, visto que as técnicas utilizadas para obtenção de informações são a entrevista não estruturada e a análise documental. É um estudo de caso múltiplo uma vez que, envolve mais do que uma unidade em análise (Major e Vieira, 2009).

1.5. Utilidade académica e profissional

Pretende-se com este trabalho dar uma contribuição a nível académico e profissional no sentido de reforçar os conhecimentos teóricos relativamente a este tema e que sirva de material de pesquisa para quem queira elaborar trabalhos futuros.

Tendo em conta que o EVA tem como objectivo analisar o processo de avaliação de empresa, pretende com este estudo mostrar a importância desse método, para a tomada de decisões, sejam elas de investimento, desinvestimento, assim como, de reestruturação.

1.6. Estrutura do trabalho

O trabalho encontra-se organizado em cinco capítulos. Sendo o primeiro que está a ser apresentado, refere-se à parte introdutória do tema, incluindo a apresentação e a justificação do tema, os objectivos que pretendemos alcançar, assim como, a metodologia utilizada para o alcance dos mesmos.

O segundo capítulo destina-se à revisão da literatura do tema em análise, no qual abordamos a importância do tema, os principais aspectos teóricos, assim como, os elementos básicos para proceder a tal análise. Ainda neste capítulo, foi abordado os principais métodos de avaliação.

O terceiro capítulo abarca a metodologia do trabalho. O objectivo é descrever a metodologia utilizada para elaboração do estudo. O trabalho é uma pesquisa exploratória e bibliográfica, em que a mesma é desenvolvida a partir de material já elaborado, principalmente de livros e artigos, onde se pretende evidenciar os diversos aspectos que devem ser considerados no processo de avaliação de empresa.

O quarto capítulo expõe-se de uma perspectiva prática, um estudo realizado em algumas empresas. Inicia com uma breve apresentação das empresas estudadas e em seguida, são apresentados os resultados da investigação.

O último capítulo corresponde à conclusão, onde são elaboradas as conclusões do estudo, tendo em conta a pergunta de partida, e o objecto de estudo. Ainda neste mesmo capítulo, pretendemos deixar algumas recomendações sobre os resultados encontrados e mencionar algumas limitações.

Finalmente são apresentadas as referências bibliográficas utilizadas na elaboração do trabalho.

2.CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA DO TEMA DE INVESTIGAÇÃO

2.1. Noções e importância de avaliação de empresa

A avaliação de uma organização constitui um tema de profunda reflexão, desejando os especialistas encontrar os métodos que melhor se adaptem a determinada situação específica e para o qual precisam de determinar um valor. O óptimo seria poder encontrar um padrão de medida adequado e razoável, que fosse possível aplicar a todas as situações e independentemente dos pontos de vista em presença. Tal não é possível e basta analisar a literatura da especialidade ao longo do tempo para concluir que esse padrão de medida universalmente reconhecido e incontestado não foi ainda encontrado. Possivelmente, nunca existirá! (Ferreira, 2002b)

Para Martinez (1999) citado por Vieito e Maquieira (2010), o processo de avaliação de empresa não determina qual o valor final de uma organização. Meramente estabelece uma margem de negociação dentro do qual vão actuar as forças do mercado. No caso dos compradores, o valor obtido não é mais que o preço que estão dispostos a pagar, enquanto na óptica dos vendedores representa o preço mínimo a que estão dispostos a vender determinado activo.

De acordo com Brandão (2002), a avaliação é ainda importante para reestruturação dos grupos, na medida em que ela, consiste, frequentemente, na criação de novas empresas e na realização do seu capital em espécie.

Na perspectiva de Copeland *et al.* (2002) citado por Vieito e Maquieira (2010), a avaliação de empresa pode ser transformada numa ferramenta de gestão que oriente os principais decisores da organização para o incremento do valor dos accionistas.

Por fim, Brandão (2002), complementa que a avaliação é importante porque o valor das empresas pode depender da sua capacidade para criar riqueza. O valor destas não é único e depende da óptica ou perspectiva utilizada e dos objectivos a atingir.

Em síntese, podemos dizer que a avaliação é necessária, não apenas como parte de um processo de fusão e aquisição, pois ela é importante quando os accionistas pretendem preparar uma reestruturação da empresa, obter linhas especiais de financiamento ou ainda, considerar novas estratégias para a empresa. De facto, para que um investidor possa decidir entre consumir e investir, necessita de efectuar avaliações. Optando por investir, esta é importante para saber quando o deve fazer, por que montante, durante quanto tempo os deve manter e, finalmente, quando deve desinvestir.

2.2. Objecto de avaliação

A avaliação de empresas e negócios consiste no processo utilizado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma actividade económica. A avaliação pode referir-se ao capital próprio na sua totalidade, a uma participação de controlo ou a uma participação minoritária. No entanto, não se pretende avaliar a empresa como um todo, mas apenas uma das unidades de negócios, por exemplo, para efeitos de cisão, de venda ou de aquisição (Neves, 2002).

Avaliar significa apurar ou estimar o valor de determinado objecto, sendo a avaliação um processo essencialmente subjectivo, pois depende da óptica do avaliador; das características pessoais do avaliador; do contexto económico, social e político em que a avaliação é efectuada; das circunstâncias que promovem a necessidade da avaliação; selecção e aplicação dos métodos e a definição dos parâmetros dos métodos a serem aplicados.

Na literatura económica e financeira, existem várias definições de valor de uma empresa. Apresentamos seguidamente alguns tipos de valor, segundo Neves (2002):

Valor de uso, valor de troca e preço: O valor de uso refere-se à utilidade que um bem tem para o seu detentor, enquanto que o valor de troca se mede pela quantidade de bens/dinheiro pela qual se pode permutar o bem. Quanto ao preço de um bem, define-se como sendo a expressão numérica do seu valor.

Valor de mercado (esperado)

Por valor de mercado esperado ou estimativa do valor de mercado entende-se o valor por que um bem (ou uma empresa) poderia ser transaccionada num mercado competitivo e aberto, para uma troca justa entre comprador e vendedor, sendo ambos prudentes e sem urgência em efectuar a transacção, com alternativas, mas interessados e conhecedores do negócio.

Valor fundamental

É uma perspectiva usada pelos analistas financeiros no mercado de capitais que pressupõe que a acção tem um valor intrínseco que pode ser determinado através de avaliação rigorosa de variáveis relevantes ou fundamentais. Entre essas variáveis estão o lucro, os dividendos, a estrutura financeira, a qualidade da gestão, as perspectivas de mercado, etc.

Justo valor

O justo valor é a quantia pelo qual um bem ou serviço pode ser trocado, entre um comprador conhecedor e interessado e um vendedor nas mesmas condições, numa transacção ao seu alcance.

2.3. Pressupostos essenciais de cada avaliação

Os princípios em que assentam a avaliação referem-se aos pressupostos sobre o conjunto de circunstâncias que se realiza a avaliação.

- Princípio de continuidade

No dizer de Gonçalves da Silva (1977) citado por Neves (2002), o valor em funcionamento ou continuidade (*going concern value*)¹ considera o princípio da

¹ O termo “em funcionamento”, enquanto o Sistema Normativo Contabilístico e de Relato Financeiro (SNCRF) o define “de continuidade”. Qualquer dos dois termos nos parece aceitável como tradução de *going concern value*, mas preferimos valor “em funcionamento”, pois o termo em continuidade pode dar a percepção de repetição incessante.

continuidade da empresa. Este princípio admite que a empresa opera continuamente, com duração ilimitada. Desta forma entende-se que a empresa não tem intenção nem necessidade de entrar em liquidação nem de reduzir significativamente o volume das suas operações. Significa que é avaliada como uma entidade viável.

- Nível de controlo de capital social

Segundo Neves (2002, p.7) “*o nível de controlo de capital social é um factor muito importante na determinação do valor da participação em causa, pois depende de vários factores, tais como a percentagem de capital detido, o número de sócios ou accionistas e a forma de distribuição do capital, as inibições de voto, as restrições estatutárias, etc.*” O princípio geral é de que uma aquisição substancial de capital ou de tomada de controlo terá mais valor para o seu detentor pelo acesso que proporciona à tomada de decisão sobre os vários aspectos da empresa, nomeadamente a escolha estratégica, a associação com os parceiros estratégicos, o poder de nomeação dos membros para os órgãos sociais, etc.

- Objectivo/ propósito

Diversos propósitos correntes podem surgir, como avaliação de uma ou mais áreas/segmentos de negócio, preparação de aquisições ou vendas, fusões ou cisões, até mesmo conflitos internos de sócios ou accionistas. Tudo isto condicionará e influenciará por outro lado os critérios de avaliação. Será portanto, escolhido o que se considere ser o método mais eficaz de avaliação, tendo em conta todo este contexto, de modo a tornar a avaliação o mais objectiva e acertada possível. Torna-se necessário então que em relação ao objectivo analítico, este seja abordada e encarada de uma forma mais realista possível. Este é um ponto fundamental e essencial de partida (Duarte, 2007).

- Grau de liquidez

Os investidores dão preferência à liquidez, isto é, a facilidade de poder transformar em dinheiro o investimento realizado. É o caso das empresas cotadas. Estas empresas funcionam como *benchmarking*² do preço de mercado. Para investimentos de *private*

² *Benchmarking* é um método que busca as melhores práticas, os melhores procedimentos, ideias inovadoras que conduzam a um desempenho superior.

*equity*³ existem riscos adicionais quanto à forma de saída. Os investidores tendem nestes casos estimar o valor com o respectivo desconto de falta de liquidez (Neves 2002).

- Ciclo de vida

Ferreira (2002a), defende que a avaliação deve ter seriamente em conta o ciclo de vida da empresa. As decisões de fusões, aquisições ou outro tipo de aliança, terão em conta várias fases em que se encontra as empresas. Tendo em conta os objectivos específicos das empresas a combinar e também as diversas situações apresentadas podemos dizer que o ciclo de vida é importante não apenas nas decisões de estratégias mas ainda nos processos utilizados para a avaliação. Por exemplo, a fusão entre a America OnLine (AOL) e a Time Warner que pode ser um caso de estudo relativamente a esta questão, dada a combinação existente entre empresas do mesmo sector mas em fases diferentes (crescimento rápido e maturidade) e com também produtos diferentes.

2.4. Processo de avaliação de empresa

A escolha do método de avaliação deve ser coerente com a finalidade da avaliação e com as características da empresa avaliada para que esta possa chegar a uma conclusão que indique o seu valor real. A aplicação equivocada de algum método, num processo de avaliação, pode gerar resultados que não reflectam a realidade, acarretando perdas significativas. Hitchner (2003) citado por Raifur (2008) evidencia alguns procedimentos que deveriam ser considerados no processo de avaliação:

- a) Entender o propósito do compromisso;
- b) Perceber o objectivo do cliente com a avaliação;
- c) Determinar as premissas de valor;
- d) Designar o interesse a ser avaliado;
- e) Analisar as informações financeiras da empresa;
- f) Colher informações sobre a empresa;

³ *Private equity* é um tipo de actividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objectivo de alavancar seu desenvolvimento.

Já Sousa (2008) citado por Raifur (2008), destaca outros aspectos importantes a serem observados no processo de avaliação:

- a) Estar certo do que será avaliado e com que propósito;
- b) Reescrever as demonstrações financeiras históricas e projectar novas demonstrações;
- c) Identificar opiniões dos administradores e dos principais *shareholders*: accionistas, funcionários, fornecedores, clientes e bancos;
- d) Inteirar-se do processo produtivo e da cultura organizacional;
- e) Analisar a qualidade dos activos;
- f) Identificar a existência de intangíveis;
- g) Experimentar mais de uma técnica de avaliação;

É de notar que este processo não é uma tarefa fácil, visto que muitos problemas podem surgir derivados da pluralidade e divergências das noções de valor, assim como, a diversidade de factores que influenciam o processo de avaliação, como por exemplo: circunstâncias da avaliação; a dimensão da empresa; fase em que a empresa se encontra; mercado onde a empresa desenvolve a sua actividade; a tecnologia; etc.

2.5. Due diligence

Depois de delineados os objectivos e o objecto da avaliação torna-se importante definir e escolher as técnicas a utilizar na recolha de informações. A informação deve ser fundamental para melhor conhecer a empresa que é objecto da avaliação.

Um dos casos mais frequente da *due diligence* é a aquisição que consiste na recolha de informações relevantes sobre todos os recursos da empresa. Nesta conjuntura, todos os aspectos relacionados com a envolvente da empresa, tais como a oportunidade de negócios e riscos associados ao passado, ao presente e ao futuro da empresa possam de alguma forma ter impacto sobre os fluxos de caixa desta (Neves, 2002).

No dizer de Ferreira (2002a), este acrescenta ainda que no caso de uma aquisição, a compradora precisa de conhecer o valor da potencial adquirida, se esta se enquadra com a visão e com os objectivos perseguidos e ainda de conhecer o seu próprio valor. Por

outro lado, a empresa - alvo tem de conhecer o seu valor, para salvaguardar os valores dos seus accionistas. Determinar um preço que seja aceite por ambas as partes e seja tido como justo.

Uma empresa não deve adquirir apenas o conteúdo de números das suas demonstrações financeiras, mas sim, um conjunto de características e atributos estratégicos, organizacionais, culturais e de mercado, que se associarão com os da empresa, após a aquisição.

2.6. Principais casos onde se deve proceder a avaliação de empresa

Inúmeros são os casos, em que é necessário proceder à avaliação de empresa. Os pontos de vistas quanto aos métodos a utilizar variam de acordo com as características específicas de cada organização e das situações em que se inserem.

Para Tournier e Tournier (2001), podemos proceder à avaliação, nos seguintes casos:

- Realizar um investimento tanto de carácter industrial, como de carácter financeiro.

De carácter industrial, trata-se de um caso mais clássico de aquisição e de avaliação de uma empresa. Um investidor efectua um investimento de longo prazo numa empresa da qual adquire a maioria, ou uma percentagem significativa do capital. No caso de um investimento de carácter financeiro, o comprador procura obter um rendimento ou uma mais-valia sobre a parte da empresa adquirida. Um investimento financeiro pode ser a simples aquisição de acções em bolsa por um particular ou uma entidade institucional.

- Avaliar uma empresa em caso de sucessão

Em situação semelhante, existe uma mudança de proprietário dentro da mesma família, mas não uma aquisição (o que poderá acontecer de seguida pela parte de um terceiro). A avaliação é feita através do cálculo dos direitos de sucessão. Neste esquema, a avaliação é, em grande parte, regida pelos métodos da administração.

- Determinar o processo de entrada em bolsa de uma empresa

A avaliação realizada neste caso é fortemente influenciada pelos métodos de cálculo mais frequente retidos em bolsa e pela preocupação da direcção em ser bem sucedida na entrada em bolsa face às condições do mercado no momento.

Ainda de acordo com Ferreira (2002b), deve-se proceder a avaliação nas seguintes situações:

- Para as empresas cotadas em bolsas de valores, sempre que acontece uma oferta de aquisição e o preço oferecido é constituído por um prémio sobre a cotação das acções respectivas;
- Para as empresas ainda não cotadas em bolsa de valores, sempre que desejam iniciar um processo de oferta pública de venda das suas próprias acções e de propor um preço em consonância com seus desejos e com as expectativas do mercado;
- Sempre que está em curso um processo de aquisição, fusão pura ou fusão por incorporação e o valor das empresas tem de ser calculado;
- Para apoiar processos de cisão no interior das organizações;

Portanto, a avaliação de empresa pode ser realizada em múltiplas circunstâncias, principalmente quando existem alterações nas participações dos accionistas de uma empresa. Também é aconselhado realizar a avaliação de empresa de uma forma periódica para que se possa acompanhar a evolução do valor de um negócio. No caso de uma aquisição, a parte interessada na compra deve, antes de mais, decidir sobre o valor do negócio a adquirir. Por outro lado, a empresa - alvo deverá decidir sobre um valor que, para si própria, considere razoável antes de decidir aceitar ou rejeitar uma proposta.

2.7. Metodologias de avaliação de empresas

Existe um vasto número de métodos que são utilizados para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e das informações disponíveis. A percepção do valor depende da perspectiva de quem

avalia e do método que utiliza, sendo possível, portanto, apurar resultados diversos entre si e, no entanto, correctos na avaliação produzida. Nomeadamente no que se refere ao valor das empresas, partindo duma mesma base (por exemplo, os documentos financeiros de uma determinada data), podemos obter um conjunto de “valores” aceitáveis para o mesmo activo, cada um calculado de forma diferente, por diferentes indivíduos. Vieito e Maquieira (2010) afirmam que para se determinar o valor de uma empresa pode-se utilizar diversos métodos, de forma separada ou em conjunto. Para Martins (2001, p.264) citado por Perez e Famá (2003) diz que, o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro, e adverte sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa.

“(...) há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais: Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus activos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efectuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e Pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios económicos que ela é capaz de produzir. O valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor económico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.”

Vários autores utilizam um conjunto de métodos, que vão desde os mais simples aos mais complexos, que assentam em pressupostos diferentes mas apresentam algumas características comuns (Brandão, 2002; Ferreira, 2002; Neves, 2002; Vieito e Maquieira, 2010).

Existem vários métodos de avaliação de empresa:

- Tradicionais baseados no valor contabilístico ou histórico, no valor patrimonial e no valor substancial;
- Métodos baseados no resultado económico;
- Métodos compostos com inclusão do *goodwill*;

- Com actualização de valores de tesourarias futuros;
- Métodos baseados na criação de valor;
- Valorização com a utilização de opções reais.

Neste sentido, serão apresentados alguns dos métodos mais utilizados na avaliação de empresas ou de parte delas. As metodologias podem ser classificadas em seis diferentes grupos, conforme apresentado no quadro 1.

Quadro 1- Classificação dos principais métodos de avaliação de empresas

Balanco Patrimonial	Resultado Económico	Goodwill	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
Método do valor Contabilístico	Modelo do valor dos lucros	Método Directo	Free Cash Flow	Economic Value Added - EVA	Método de Black - Scholes
Método do valor Contabilístico Ajustado	Modelo do valor dos dividendos	Método Indirecto	Equity Cash Flow	Cash Flow Return On Investment - CFROI	Método de Merton
Método do Valor de Liquidação	Modelo dos Múltiplos de venda	Método da renda com período finito	Capital Cash Flow	Shareholder Value Added - SVA	Outros métodos
Método do valor Substancial	Outros métodos		Outros métodos	Adjusted Economic Value Added - AEVA	
				Outros métodos	

Fonte: Adaptado de Fernandez (2001, p.3) citado por Zandonadi *et al.* (2004)

Qualquer que seja a abordagem de avaliação de uma empresa, sempre existe um propósito específico. DAMONDARAN (1997) citado por Perez e Famá (2003) acrescenta dizendo que não existe um método considerado melhor, e que o método

adequado para uso num cenário dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada.

Passemos então agora aos dois métodos de avaliação de empresa que utilizamos no nosso estudo: métodos de avaliação tradicionais e métodos baseados na criação de valor.

2.8. Avaliação baseada nos métodos tradicionais

Os métodos tradicionais propõem-se a determinar o valor de uma empresa pela estimativa do valor de seus activos. São métodos que consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial. Estes apresentam algumas limitações, pois avaliam as empresas baseando-se em dados passados, sem considerar a possibilidade de gerar riqueza no futuro (Muller e Teló, 2003).

Os métodos tradicionais de avaliação são baseados em dados contabilísticos. Na literatura podemos apresentar os seguintes métodos:

- **Método do Valor Contabilístico ou Histórico** – Esse método considera como valor contabilístico de uma empresa, de forma líquida, o valor do património líquido e é obtido pela soma do capital e das reservas. Uma outra forma de calcular o valor contabilístico consiste em deduzir o total das dívidas para com os terceiros ao total do activo. São evidentes as limitações desse método, uma vez que os documentos contabilísticos que o suportam, na maioria dos casos são elaborados tendo em conta critérios fiscais, em vez de critérios económicos.
- **Método do Valor do Património Líquido ou Contabilístico Ajustado** - Com esse método procura-se contornar as deficiências mencionadas no método do valor contabilístico, actualizando os valores dos activos e passivos registados na contabilidade, ao valor de mercado.
- **Método do Valor de Liquidação** – Esse método representa o valor da empresa, caso se fosse liquidada, encerrando as suas actividades, com a venda de todos os activos e o cumprimento com as suas obrigações. O resultado final seria ajustado pelas despesas como: pagamento aos empregados, encargos tributários e outras

despesas decorrentes do encerramento. Apresenta algumas limitações pelo facto de não ser eficaz para determinar uma situação de continuidade e também de representar um valor mínimo de uma empresa, assumindo-se que essa teria um valor maior se continuasse as suas actividades.

- **Método do Valor Substancial** – O método do valor substancial representa o cálculo do valor de investimento que seria necessário fazer para obter uma empresa em condições idênticas à empresa que é objecto de avaliação.

Podemos definir três tipos de valor substancial:

- a) Valor substancial bruto, corresponde aos valores dos activos avaliados a preços de mercado.
- b) Valor substancial líquido ou valor do património líquido, onde diminuem os valores das obrigações;
- c) Valor substancial reduzido, que equivale ao valor substancial bruto deduzido do valor das dividas sem custo financeiro explícito.

2.9. Avaliação baseada nos Métodos da Criação de Valor

De entre os métodos baseados na criação de valor citamos os seguintes:

- **EVA** - Valor Económico Acrescentado (*Economic Value Added*)
- **MVA** – Valor de Mercado Acrescentado (*Market Value Added*) que é a soma dos EVA's actualizados.

2.9.1. Origem e Conceitualização do EVA

O método em questão teve a patente registada pela empresa de consultoria *Stern e Stewart* na década de oitenta, com sede em Nova York, onde tinha como base a divulgação do livro *The Quest of Value: The EVA Management Guide*, publicado em 1990. O conceito de valor económico, entretanto é antigo, em que *Stern*, ao preceder o

livro EVA- Valor Económico Agregado, (Ehrbar, 1999,p.7) citado por (Schmidt *et al.* 2006), afirma:

“(...) o EVA tem sido parte da caixa de ferramentas de economistas há mais de 200 anos. Em sua forma mais fundamental, EVA (valor económico agregado ou adicionado) é a simples noção de lucro residual. Ou seja, para que os investidores realizem uma taxa de retorno adequada, o retorno deve ser grande o suficiente para compensar o risco (...) É claro que o retorno exigido é um custo de capital tanto para a dívida, quanto para o capital próprio.”

A utilização desse sistema de gestão e de avaliação de empresa é recente. Nos EUA, onde foi registado como marca, sua utilização e divulgação está num processo mais avançado, mas mesmo assim ainda é uma metodologia sem tradição. Embora recente, já há um número grande de empresas que estão adoptando seus princípios, ou buscando informações para adopta-los. Associado ao EVA surge o conceito de valor de mercado acrescentado (*Market Value Added*), que designaremos por MVA. O MVA não é mais do que o somatório do EVA gerado, ano após ano, actualizado.

Ferreira, (2002b), afirma que *Economic value added* (EVA) e *Market Value Added* (MVA) são marcas registadas de propriedade da empresa de consultoria *Stern Stewart & Co*, que serve como instrumento de medição da criação ou destruição de riqueza, porque se estima a capacidade da empresa em remunerar o accionista acima do custo dos seus investimentos.

O EVA é um indicador do valor económico agregado que possibilita a executivos, accionistas e investidores, uma visão clara acerca da rentabilidade do capital empregado na empresa, ou seja, mostra se este foi bem ou mal investido, em termos de geração de riquezas para o empreendimento.

Ferreira (2002b), esclarece que, o EVA é uma forma perfeitamente articulada com a nova teoria financeira, onde o valor de uma empresa é equivalente ao somatório actualizado dos fluxos de fundos, para os accionistas e para os credores, por financiamentos.

Para Schmidt *et al.* (2006), o EVA é como um sistema de gestão financeira que mede o retorno que os capitais, próprios e de terceiros, proporcionam aos seus proprietários. Ele mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital.

Borges e Azevedo (2008), acrescentam ainda que o EVA representa o valor gerado por uma determinada realidade económica (grupo, empresa, negócio, mercado, produto, etc.) após remunerados todos os factores que lhe estão afectos, incluindo os investimentos líquidos médio (activo económico = activos fixos tangíveis e intangíveis + necessidades em fundo de maneo). Essa remuneração é calculada aplicando uma taxa de custo de capital (taxa de custo ponderada entre o custo de oportunidade dos capitais próprios e a taxa de juro pela respectiva estrutura de financiamento) – K%, sobre o nível médio de investimento afecto à realidade em análise.

Portanto nesse contexto podemos dizer que o EVA é uma método de avaliação de empresa, que procura medir o valor criado pela gestão. Este valor é criado sempre que consiga gerar um resultado superior ao custo do capital. É importante destacar que através da utilização dessa metodologia os administradores sentem a necessidade de levar em consideração não apenas o custo do capital de terceiros, mas sim o custo de capital próprio, e o custo de oportunidade. Enfim podemos utilizar o EVA como um quadro estratégico para a tomada de decisão. Por ser uma ferramenta que possibilita medir tanto o desempenho histórico como futuro de uma empresa, ao evidenciar as características que levam à criação e destruição de valor e ao proporcionar uma nova visão a investidores e analistas.

2.9.2. Vantagens da utilização do EVA

- Para além de determinar o valor económico gerado por segmento, o EVA permite proporcionar uma informação económica e financeira de síntese, mais aderente à realidade da criação de valor e, por isso, mais capaz de ponderar todos os factores (níveis de proveitos, custos, activos e passivos) que contribuem para a sua formação (Jordan *et al.* 2005).

- Schmidt *et al.* (2006), dizem que a utilização do EVA permite aos administradores uma melhor clareza nas suas decisões financeiras, notadamente no que diz respeito à avaliação de valor de uma possível aquisição e fusão.
- O EVA é um indicador importante para a gestão, por estar mais identificado com a criação de valor para os accionistas e por considerar todos os custos dos capitais investidos (capitais próprios e alheios). Torna-se uma medida completa uma vez que, possibilita a identificação da eficiência com que o capital está a ser aplicado. Ao inserir na empresa o conceito de EVA, a gestão passa a verificar a real necessidade de investimentos a serem realizados, evitando com essa operação que gastos desnecessários aconteçam, elevando o retorno sobre o capital investido (Kaur e Narang 2008; Jalbert e Landry, 2003) citado por Rangel (2008). Nesse contexto, uma das características do EVA é a evidenciação de todos os recursos que foram necessários empregar para gerar um determinado resultado operacional, responsabilizando os gestores da empresa pela utilização desses recursos.
- O EVA constitui uma ferramenta de gestão extremamente importante. Ao confrontar a rentabilidade de um investimento com o seu verdadeiro custo, o gestor tem a noção clara do impacto das suas decisões no futuro da empresa, o que permite uma maior responsabilização. Desenvolve-se assim uma relação mais estreita entre o gestor e os accionistas que tende a consolidar-se se a remuneração deste estiver indexada ao EVA gerado, em que o gestor pensa e actua como se ele próprio fosse dono da empresa (Mota *et al.* 2012)
- Ferreira (2002b), complementa ainda dizendo que, o EVA pode ser aplicado à análise de uma organização na sua totalidade ou apenas a partes dela, pois permite medir a qualidade das equipas de decisores e gestores incentivando-os a actuar como accionistas e empresários, referindo-se os principais factores que tendem a conduzir a este comportamento em especial: a uma maior posição accionista no capital da empresa pelos seus decisores e gestores, não só os de nível superior, mas também os de níveis com relevância na condução dos negócios; um sistema de incentivos e de compensações ligado ao valor criado

pelos accionistas; a existência de mercados de trabalhos efectivos para gestores; a ameaça de tentativas de aquisição por parte de outras organizações.

2.9.3. Cálculo do EVA

Como os demais métodos de avaliação, também há uma fórmula para quantificar o EVA. Isto é importante porque traduz em percentuais o retorno que o montante de capitais investidos está proporcionando. Esse percentual, ao ser comparado com o custo estimado para o capital próprio, permite concluir se o EVA gerado é positivo ou negativo. Diversos estudiosos escreveram sobre a fórmula utilizada para a realização do cálculo. Por se tratar de uma metodologia originária nos EUA, as siglas utilizadas são compostas a partir de iniciais de palavras do idioma inglês.

Como podemos verificar o EVA determina de uma forma simples o valor criado/destruído pela gestão. Além de ser fácil de calcular, este indicador pode ser maximizado, podendo ser o ponto de partida para melhorar o desempenho das empresas. Além disso, pode ajudar significativamente a tarefa de gestão, uma vez que torna mais claro o significado de rentabilidade, permitindo assim identificar facilmente o verdadeiro objectivo da empresa. (Pinho e Tavares, 2012).

Para estes autores podemos seguir os seguintes passos na determinação do EVA:

- 1) Calcular o resultado operacional depois do Imposto;
- 2) Identificar o valor do capital que representa o financiamento indispensável às operações da empresa;
- 3) Determinar a média ponderada do custo de capital (WACC), obtido através dos capitais próprios e de terceiros;
- 4) Calcular o EVA que é obtido pela diferença entre o resultado gerado e o custo do capital;

Em termos de fórmula, pode ser assim desenvolvido:

$$EVA = RODI - C * WACC$$

Em que:

EVA – Valor económico acrescentado ou criado

RODI – Resultado operacional depois do imposto

WACC – Média ponderada do custo de capital

C – Montante de financiamento

Para Mota *et al.* (2012) podemos calcular o EVA multiplicando o valor do capital investido pela diferença entre a rentabilidade do capital investido e o custo total desse mesmo capital (WACC). A empresa gera valor económico acrescentado, ou seja, tem um EVA positivo, quando a rentabilidade do capital investido é superior do seu custo. Já Ferreira (2002b) diz que em termos de fórmula o EVA pode ser assim representado:

$$EVA = ROAJ. - WACC * CI$$

Ou seja, o EVA também equivale ao ROAJ (resultado operacional antes de juros ou depois dos impostos), subtraído do WACC (custo médio ponderado de capital) multiplicado pelo capital investido. Em outras palavras, representa o *spread* entre o resultado operacional antes de juros ou impostos e o custo do capital, multiplicado pelo capital investido.

Em que:

ROAJ. - Resultado operacional (antes de juros) depois de impostos

ROAJ. = NOPAT

WACC - Custo médio ponderado do capital

CI - Capital investido

Sendo **NOPAT** ou “*Net Operating Profit After Taxes*”, ou lucro operacional líquido após imposto, representa o lucro gerado pelas operações, independentemente como elas são

financiadas. NOPAT é à Receita Líquida menos os Custos e Despesas Operacionais, Depreciações e Impostos, inclusive imposto de renda e contribuição social.

Custo médio Ponderado de capital (WACC)

O WACC é uma média ponderada das diferentes fontes de financiamento que a empresa utiliza, ponderados pelo peso de cada uma delas, na sua estrutura de financiamento.

De acordo com Mota e Custódio (2012), é preciso considerar três etapas na estimação do WACC:

1. Cálculo da estrutura de capital a valores de mercado

Em teoria, o ideal seria calcularmos um valor diferente para o WACC para cada um dos anos do período de avaliação. No entanto, e na prática, o que iremos estimar é apenas um valor que será utilizado para todos os anos. Outro ajustamento que se torna necessário fazer, passa pela utilização de um *target* para a estrutura de financiamento, que pode não coincidir com a estrutura real da empresa. Esta adaptação procura responder a dois problemas essenciais:

- a) Primeiro, a qualquer momento da vida da empresa, e por qualquer motivo não especificado, a sua estrutura financeira pode não ser aquela que se espere que seja a estrutura adequada ao tipo de negócio que é desenvolvido e que, muito provavelmente, a empresa venha adoptar futuramente.
- b) O segundo motivo para a utilização de um *target* passa pela resolução do problema da circularidade no cálculo do WACC.

2. Estimar o custo da dívida

No cálculo do custo da dívida, deve considerar-se o efeito no seu valor de algumas situações particulares, que são, designadamente, a existência de bonificação nos juros ou de subsídios, a existência de empréstimos em moeda estrangeira, e finalmente, os *leasings*.

3. Estimar o custo do capital próprio

A estimativa do custo dos capitais próprios pode efectuar-se com o auxílio do modelo do CAPM, que será desenvolvido mais à frente. Segundo estes autores o WACC é calculado conforme a fórmula:

$$WACC = rd (1-t) * \frac{D}{(E+D)} + re * \frac{E}{(E+D)}$$

Em que,

rd - Custo da dívida

re – Custo dos capitais próprios

D - Valor da dívida

E – Valor dos capitais próprios

t – Taxa de imposto para a empresa a avaliar

Pinho e Tavares (2012), complementam apresentando uma outra fórmula de cálculo:

$$WACC = \frac{CP}{(P+CP)} * RCP + \frac{P}{(P+CP)} * Rp * (1-t)$$

Em que:

WACC – Custo de capital da empresa depois do imposto

R_{cp} – Custo do capital próprio ou rendibilidade esperada do capital próprio

P – Passivo

CP – Capital próprio

R_p – Custo do passivo ou rendibilidade esperada do passivo

Portanto, observa-se que, antes de calcular o WACC, necessário se faz conhecer o custo financeiro dos capitais dos terceiros, bem como o custo financeiro dos capitais próprios.

Custo do capital próprio

O custo do capital de uma empresa trata-se em todo o caso de um **custo de oportunidade** do qual a empresa dispõe, pois é visto pelos investidores da empresa, como gerador de uma determinada taxa de retorno, ao qual está associada inevitavelmente, uma taxa de risco. Por outras palavras, o custo de capital advém de uma relação risco/retorno, dado que quanto maior for o risco em que a empresa incorre, maior vai ser a taxa de retorno exigida pelos seus investidores para investirem nos seus projectos, isto é, maior será o seu custo de capital (Neves, 2002).

O elemento risco é crucial para o entendimento do custo de capital e como este é calculado. Todos os investidores são avessos ao risco, preferindo, sempre, o menor possível. O que não significa não suportar riscos, mas sim, que, para tanto, exigem altos retornos. Neves (2002) confirma que o custo de capital próprio representa a rendibilidade exigida pelos accionistas de modo a compensar ambos os tipos de risco – o risco de negócio e o risco financeiro. A questão fundamental é que requer um maior conhecimento técnico é justamente determinar o quanto mais estes investidores esperam de retorno, para sentirem-se adequadamente compensados. Este custo não é mais que o valor mínimo de retorno aceitável de um investimento, podendo mesmo dizer-se que é uma linha invisível que separa os bons dos maus desempenhos. Esperança e Matias (2009), consideram que o capital próprio não apresenta um custo explícito, ou seja, um custo contratualmente, mas sim um custo implícito que se traduz no rendimento mínimo exigido pelos accionistas.

Podemos utilizar diversos métodos para estimativa do custo de capital próprio, dos quais destacamos os dois modelos seguintes (Neves, 2012):

1. CAPM;
2. Modigliani e Miller.

No caso do CAPM, utiliza-se o modelo sem endividamento e, por conseguinte, sem risco financeiro, em que a rentabilidade esperada ou exigida pelo accionista é igual à soma da taxa isenta de risco e de um prémio pelo risco. O prémio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) do activo em relação à carteira de mercado,

pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa isenta de risco. Pode ser expresso da seguinte fórmula:

$$re = rf + \beta (rm - rf)$$

Em que:

re – Rendibilidade esperada ou exigida pelo accionista;

rf – Rendibilidade de um activo sem risco;

β – Beta;

rm – Rendibilidade de mercado.

Esse modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), depende de três variáveis (Copeland *et al.* 2000):

- **Taxa de juro do activo sem risco (R_f):** é representada, subjectivamente, pelo retorno de um título ou portfólio de títulos, que não apresentam risco e nenhuma correlação com os retornos de qualquer outro factor económico (beta igual a zero).
- **Coefficiente de risco sistemático (β)** a sua obtenção consiste pela regressão linear entre os retornos de uma acção e o índice representativo do mercado. A inclinação da recta (beta), conseguida no gráfico da regressão linear, representa a sensibilidade dos retornos do título, dadas pequenas mudanças nos retornos da carteira de mercado. O coeficiente de risco sistemático mede a sensibilidade do retorno de uma acção com relação ao retorno da carteira.
- **Prémio de risco do mercado ($R_m - R_f$)** é a diferença entre a rendibilidade de mercado (rm) e a rendibilidade de um activo com β zero, ou seja, rendibilidade sem risco (rf).

Quanto à aplicação do modelo de Modigliani e Miller (1958, 1963)⁴, há que tomar em consideração que estes autores definiram o custo de capital próprio da seguinte forma:

$$re = ru + (ru - rd) \frac{D}{E} (1 - t)$$

Em que:

re – Rendibilidade exigida pelo accionista/ sócio para compensar quer o risco de negócio quer o risco financeiro. É conhecido também como custo do capital próprio (ke).

ru - Rendibilidade exigida pelo accionista/ sócio para compensar o risco de negócio. Também conhecido como custo do capital sem endividamento (ku).

rd - Rendibilidade exigida pelo capital alheio, também designado custo do capital alheio (kd).

D – Dívida financeira ou capital alheio.

E – Capital próprio.

t – Taxa efectiva de imposto sobre lucro.

Custo do capital de terceiros

O capital de terceiros representa o endividamento contraído pela empresa junto a fontes de financiamento. O custo de capital de terceiros é a taxa efectiva ponderada de juros de todas as dívidas da empresa. Essa taxa é diferenciada em função do credor e das relações que o devedor possui com o credor, bem como do nível de risco que a empresa devedora apresenta ao credor e das garantias oferecidas, Schmidt *et al.* (2006) e compõe-se pelo:

- Custo de oportunidade ou taxa de juro sem risco que reflecte o valor temporal do dinheiro;
- Prémio de risco que reflecte o risco de falência inerente ao aumento do endividamento;

⁴ Modigliani & Miller, (1963), *The cost of capital, corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review.

- Prémio de risco económico que reflecte a aleatoriedade da actividade económica.

O custo médio do capital alheio (k_d) pode ser assim apurado (Neves, 2002):

$$Kd = \frac{EF}{D}$$

Em que:

EF- Custos financeiros líquidos de proveitos; D - Capital alheio de financiamento

Esta é a forma mais simples e utilizada.

É de grande importância que o gestor procura maximizar o valor da empresa, na tentativa de obter uma estrutura – meta do capital investido, ou seja, a aquisição de uma composição óptima de financiamento entre capital de terceiros e próprio. O benefício da utilização de capital de terceiros refere-se ao benefício fiscal, as despesas financeiras são dedutíveis para a tributação do imposto sobre o rendimento.

2.9.4. Market Value Added - MVA

O EVA é uma medida de análise que examina o passado, que nada diz aos gestores sobre como as suas actuais estratégias vão afectar o valor futuro das suas empresas, dado que é calculado com base nas informações financeiras passadas. Esta é uma das grandes limitações ao uso do EVA. Com vista a colmatar esta lacuna a *Stern & Stewart Co.* registou um outro indicador relacionado ao EVA, denominado *Market Value Added* (MVA).

O valor acrescentado do mercado ou MVA indica o total da riqueza que foi criada ou destruída em relação aos accionistas durante um certo período de tempo e obtém-se subtraindo à soma do valor do mercado do capital próprio e do endividamento, e o valor do capital investido (Ferreira, 2002b).

$$MVA = \text{Valor do mercado} - \text{Capital investido}$$

O valor do mercado (VM) representa o valor de mercado do capital do accionista em uma determinada data. Já o capital investido, como o próprio nome diz, representa o capital investido pelo accionista.

Se calcularmos o EVA para um dado número de anos, o actualizarmos e adicionarmos, estamos perante o valor actual do valor criado ao longo desse período de tempo, que mais não é do que uma estimativa do MVA:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

O MVA é uma medida basicamente cumulativa, ou seja, traduz a avaliação que o mercado faz, num dado momento, do valor actual de toda a actividade passada da empresa e de todos os projectos que se perspectivam no seu futuro (Ferreira, 2002b; Schmidt *et al.*, 2006; Mota *et al.*, 2012).

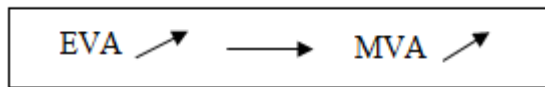
2.9.5. Relação do EVA e MVA

Quanto à relação existente entre o EVA e o MVA, podemos dizer que, enquanto o EVA dá informações da empresa em um dado momento, o MVA apresenta o somatório dos resultados passados da criação de valores para os accionistas. O primeiro é considerado um indicador estático já que é calculado a partir das informações de apenas um período e, o segundo é um indicador dinâmico, pois considera, em seu cálculo, todo o histórico de mercado da empresa (Pinto, 2010).

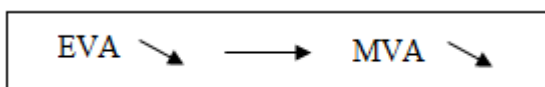
Os lucros imediatos estão ligados ao EVA e o ganho acumulado (valor agregado) está relacionado ao MVA, pois este se baseia na percepção do mercado sobre os esforços realizados pelos gestores para se gerar riqueza. No entanto o MVA corresponde a todos os EVAs realizados em determinado tempo, representando o valor presente dos EVAs passados.

Um MVA positivo é sinónimo de que o mercado acredita que da actuação da empresa irá resultar uma rentabilidade superior ao custo do capital investido, enquanto que um MVA negativo significa, obviamente, o contrário. Ferreira (2002b, p.212) acrescenta que as “empresas que apresentam um EVA positivo criam riqueza e são vista pelo

mercado como investimento a acarinhar.” Neste sentido o valor de mercado das acções tende a subir, elevando-se o valor de mercado total.



No caso oposto, as reduções no valor económico tendem a destruir riqueza, conduzindo os investidores a abandonar, a que se seguirão reduções no valor de mercado de acções.



Assim podemos então concluir que o valor de mercado de uma empresa é a soma, a valores de mercado, dos capitais próprios e dos capitais alheios.

2.9.6. Interpretação do EVA

A interpretação dá-se da seguinte forma:

- Um EVA positivo indica criação de valor para os accionistas da empresa visto que a rendibilidade do capital investido é superior ao custo médio ponderado do capital, ou seja, a empresa conseguiu obter uma rentabilidade acima dos custos de capital que utilizou no negócio e criou valor.
- Um EVA negativo significa que a realidade em análise (empresa, área de negócios etc.) não tem capacidade para acrescentar, mas sim destruir valor para o accionista, na medida em que não consegue gerar o suficiente para remunerar os capitais próprios ao nível exigido pelos accionistas, ou seja, ao custo de oportunidade (Jordan *et al.* 2005).
- EVA igual a zero, significa que a empresa não criou qualquer valor, para além do esperado.

Este método permite dar a conhecer aos investidores e aos gestores em que áreas do negócio foi criado ou destruído valor, uma vez que pode ser utilizado para medir o desempenho a qualquer nível da empresa e não apenas na sua globalidade, como

também para comunicar a performance da empresa tanto externamente como internamente.

É de notar que no caso de o EVA ser negativo isto não implica que se deve descontinuar o negócio mesmo porque poderá demonstrar que a empresa está numa fase de maturação dos seus investimentos, não podendo apresentar um retorno positivo.

Pinho e Tavares (2012), afirmam que no caso de a empresa apresentar, ao longo dos anos, um EVA sucessivamente negativo, pode ser um indício de que esta necessita de uma reestruturação. Já Pettit (2001) citado por Pinto (2010), acrescenta que sendo o EVA um indicador que mede a performance da organização num determinado período, ou seja, um EVA negativo não compromete que a empresa não venha a apresentar um EVA positivo num futuro próximo; o valor de uma organização representa o valor presente resultante do desempenho no período actual acrescido do valor que vai adquirir em períodos futuros.

É importante ressaltar que, EVA negativo funciona sempre como um sinal para a possibilidade de ser necessário rever a estratégia do negócio desenvolvido pela organização, para que assim se garanta que a opção seguida é aquela que mais valor consegue gerar.

2.9.7. Ajustes na Contabilidade

A utilização do EVA pressupõe, no entanto, que se efectuem diversos ajustamentos, quer ao resultado operacional quer aos valores do capital investido, registados segundo os princípios contabilísticos geralmente aceites (PCGA). O objectivo dos ajustamentos visa uma melhor e mais apropriada representação e extensão dos activos económicos afectos ao resultado operacional. Tendo por referência o cálculo do resultado residual, há que notar as seguintes correcções (Franco *et al.* 2012):

- O resultado operacional é considerado depois dos impostos;
- A taxa de retorno pretendida é substituída pelo custo médio ponderado do capital;
- O activo de exploração é corrigido e deduzido dos passivos correntes.

Entretanto Franco *et al.* (2012), dizem que o número adequado de ajustamentos depende da empresa e do sector de actividade em que se insere, havendo empresas para as quais não é necessário proceder a qualquer ajustamento. No entanto como princípio, os ajustamentos só deverão ser efectuados quando:

- Os montantes envolvidos forem significativos;
- A informação necessária estiver disponível ou facilmente disponibilizada;
- Os responsáveis, aos diferentes níveis, conseguirem compreender as razões daquelas correcções. Esta condição é crucial quando a sua remuneração depende do EVA gerado, pois, quando não devidamente elucidados, poderão pensar que estão a ser manipulados.

Stern and Stewart & Co descreveram um vasto conjunto de regras (cerca de 160) de ajustamentos contabilísticos que devem ser implementados. No entanto, Young (1999) citado por Vieito e Maquieira (2010), afirma que essas rectificações em termos de Balanço e Demonstração de Resultados não são relevantes uma vez que não afectam o cálculo do EVA.

Este quadro pretende dar uma visão global sobre a comparação dos princípios contabilísticos utilizados e os comentários dos proponentes do EVA.

Quadro 2 – Ajustamentos Contabilísticos

Princípio Contabilístico	Comentários dos Proponentes do EVA
Investigação e desenvolvimento são, em princípio, um custo de exercício.	Deverá ser considerado um investimento.
Os activos que não produzam rendimento e dos quais não se espere recuperação de algum valor pela aplicação do princípio da prudência devem-se provisionar ou levar a custo extraordinário do exercício.	Apesar do insucesso, foi um investimento e, por isso, deve manter-se no balanço. De outro modo vão subestimar-se os investimentos realizados pela empresa.

Provisões do exercício são estimativas de custos futuros em resultado de acontecimentos, circunstâncias ou decisões passadas. Por exemplo, provisões para cobranças duvidosas, provisões para depreciação de existências, etc.	Este procedimento afasta os resultados operacionais da noção de fluxo de caixa. As provisões devem somar-se, líquidas de impostos, aos resultados operacionais. A redução de provisões devem somar-se. Deste modo as provisões acumuladas são somadas ao capital investido.
As empresas podem optar por diversos critérios de valorimetria para as existências: por exemplo, FIFO, LIFO, custo médio.	A utilização do LIFO distorce o valor em balanço. Deveria estimar-se um valor de reserva no balanço por diferença entre o custo de substituição e o custo ao LIFO. O acréscimo (decrécimo) anual dessa reserva devia ser somada (subtraída) ao resultado operacional.

Fonte: adaptado de Neves (2011).

2.9.8. Acções para Maximizar o EVA

Depois da determinação do EVA, cabe aos gestores verificar se o resultado alcançado está de acordo com os objectivos delineados pela organização, ou não e tentar otimizar o desempenho com medidas que possam aumentar a criação de riquezas.

Horngren *et al* (1999, p. 827) citado pelo anónimo define algumas iniciativas que podem ser utilizadas para melhorar o desempenho do EVA que são as seguintes:

- a) Tentar lucrar mais com o mesmo capital: reduzir custos e cortar gastos não prioritários, buscar a elevação dos lucros aproveitando oportunidades de mercado e necessidades dos clientes;
- b) Usar menos capital nas operações: adoptar novos métodos e procedimentos, cortar despesas e custos ligados às actividades operacionais;
- c) Investir capital em projectos de alto retorno: utilizar todo ou parte do capital de forma extremamente sensata;

Da mesma forma Ehrbar (1999) citado por Rangel (2008), diz que existem várias maneiras de aumentar o EVA para a maximização da riqueza dos detentores de capital:

- a) Redução de custos e impostos com intuito de operar de forma eficiente para uma maior obtenção do retorno sobre o capital aplicado no negócio;
- b) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que aumentos de encargos de capital, portanto, investir em crescimento rentável, empreendendo todos os projectos com valor líquido positivo presente;
- c) Quando os retornos esperados são menores do que o custo do capital investido deverá ser efectuado uma retirada de capital destas operações, através do não reinvestimento, liquidação de activos e actividades que não estejam a gerar retornos iguais ou maiores do que o custo de capital.

2.9.9. Limitações do EVA

O EVA não apresenta apenas vantagens. Como os demais métodos de avaliação, esse também têm limitações. Dentre as desvantagens que este método apresenta, podem-se citar as seguintes:

- ✓ Ao considerar o valor do custo de oportunidade do capital investido, este método leva os gestores a limitarem o montante dos investimentos afectos ao seu negócio, pois, quanto maior for o montante de capital utilizado, maiores serão as necessidades de gerar resultados de exploração (Rodrigues, 2010).
- ✓ Dificuldades para obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras. Quanto mais endividadas, maior é o risco. A utilização excessiva de capitais de terceiros, principalmente onerosos, é vista pelos bancos como um factor restritivo à concessão de créditos (Schmidt *et al.* 2006).
- ✓ Conforme Stewart (1995) citado por Rangel (2008), o fracasso da implementação do EVA dar-se muitas vezes a factores tais como; as empresas não implementam o EVA como uma ferramenta central da organização capaz de ajudá-la na tomada de decisão, mas sim como um mero cálculo e a implementação é feita de modo rápido, sujeita a rupturas e mudança.

- ✓ Ferreira (2002b), acrescenta ainda que os investidores não analisam as empresas apenas com base no passado e no presente, mas e fundamentalmente, com base nas expectativas de ganhos no futuro. Embora o EVA determine o valor criado ou destruído num certo exercício, nada indica sobre as expectativas futuras, em particular, não tem em consideração a parte do valor criado que irá ser materializado no futuro.
- ✓ Para Cagle *et al.* (2003) e Jalbert e Landry (2003) citado por Rangel (2008), as limitações da execução do EVA decorrem por dificuldades no cálculo NOPAT, visto que o mesmo exige 160 ajustamentos como sugeridos pelos autores da marca, às demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com os Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites. A contabilidade desses ajustes é caro e deixa margem de erros e interpretações inconsistentes. Outra dificuldade mencionada por estes autores consiste na determinação do montante do capital investido na empresa e o seu custo.
- ✓ No caso de Cabo Verde podemos descrever uma outra limitação do EVA, dado ao facto de não existir uma regulamentação constante no mercado financeiro, e isso dificulta e muito, no cálculo do custo de capital e do risco de mercado, uma vez que o custo do capital não é completamente observável, sendo desta forma estimável.

3. CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Como foi referido no primeiro capítulo, o objectivo primordial deste trabalho é mostrar a importância do EVA como uma das metodologias de avaliação de empresa. Este capítulo descreve a metodologia adoptada à elaboração da investigação, a partir das quais serão obtidos os resultados e as conclusões.

3.1. Classificação da pesquisa

Silva e Menezes (2005, pag.20), definem pesquisa como “um conjunto de acções, propostas para encontrar a solução para um problema, que têm por base procedimentos racionais e sistemáticos. A pesquisa é realizada quando se tem um problema e não se têm informações para solucioná-lo”. Existem várias formas de classificar as pesquisas. De acordo Prodanov e Freitas (2013), uma pesquisa pode ser classificada segundo cinco aspectos: quanto à natureza, quanto aos objectivos, quanto aos procedimentos técnicos, quanto à forma de abordagem do problema, quanto aos métodos de abordagem.

Quanto à natureza

A pesquisa, sob o ponto de vista da sua natureza, pode ser: **Pesquisa básica**: objectiva gerar conhecimentos novos úteis para o avanço da ciência sem aplicação prática prevista. Envolve verdades e interesses universais; **Pesquisa aplicada**: objectiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais. A nossa pesquisa pode ser classificada como uma pesquisa aplicada uma vez que pretende confrontar os aspectos teóricos relativos ao método EVA com a sua aplicação prática em algumas empresas de sectores diferentes.

Quanto aos objectivos

Tendo em conta os objectivos da pesquisa, podemos ter: pesquisa exploratória, descritiva e explicativa. De acordo com o nosso estudo, este enquadra-se como uma pesquisa exploratória, sendo que esta tem como finalidade proporcionar mais informações sobre o assunto que vamos investigar, assenta num levantamento

bibliográfico, entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado e a aplicação de estudos de casos.

Quanto aos procedimentos técnicos

Considerando este critério, os autores identificam vários tipos de pesquisa: bibliográfica, documental, experimental, levantamento, pesquisa de campo, estudo de caso, pesquisa *ex-post-facto*, pesquisa de acção e pesquisa participante. De acordo com estes procedimentos, o nosso estudo assume a forma de estudo de caso, onde pretendemos analisar a implementação da metodologia do EVA.

Quanto à forma de abordagem do problema.

Sob o ponto de vista da abordagem do problema, a pesquisa pode ser quantitativa ou qualitativa; neste estudo foi utilizado uma abordagem qualitativa dado que se pretende estudar um fenómeno socialmente (Avaliação de empresa - uma análise de utilização do EVA) e os dados são analisados indutivamente, não se recorrendo a nenhum método e técnica estatística.

Quanto aos métodos de abordagem - bases lógicas da investigação

Em termos de métodos de abordagem de investigação podemos identificar vários métodos: dedutivo, indutivo, hipotético, dialéctico e fenomenológico. O trabalho seguirá o do tipo indutivo uma vez que partimos de algo particular para uma questão mais ampla, mais geral. Para Marconi e Lakatos (2007, pag 86)

“Indução é um processo mental por intermédio do qual, partindo de dados particulares, suficientemente constatados, infere-se uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas. Portanto, o objectivo dos argumentos indutivos é levar a conclusões cujo conteúdo é muito mais amplo do que o das premissas nas quais se basearam.”

3.2. Estratégias de investigação: O Estudo de caso

A metodologia utilizada na monografia é a de estudo de caso proposta por Yin (2003, p.32) em que define “estudo de caso como uma investigação empírica que investiga um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não estão claramente definidos.”

Para Atkinson e Shaffir (1998) citado por Rosário (2009), o estudo de caso é um método em que o investigador participa no dia-a-dia das pessoas que estão a ser estudadas, observando-as, questionando-as e ouvindo-as durante algum período de tempo. Assim, desenvolve-se uma interacção social entre investigador e investigados, na qual a recolha de dados se faz de forma sistemática e contínua, dentro de um contexto específico. No dizer de Martins (2006, p. 11) citado por Prodanov e Freitas (2013), defende que “como estratégia de pesquisa, um Estudo de Caso, independentemente de qualquer tipologia, orientará a busca de explicações e interpretações convincentes para situações que envolvam fenómenos sociais complexos”.

De acordo com Yin (2003), para a definição das estratégias de investigação devemos levar em conta três condições:

- 1) O tipo de questão de pesquisa proposto;
- 2) O grau de controlo que o investigador tem sobre o objecto a investigar;
- 3) O foco em acontecimentos históricos em oposição a acontecimentos contemporâneos.

Nesse sentido, Yin (2003), acrescenta que para a estratégia de estudo de caso, devem ser formuladas questões do tipo “como” e “porquê”.

No nosso estudo optamos uma estratégia de investigação baseada num estudo de seis casos, duas empresas industriais, duas comerciais e duas de prestação de serviços, com o objectivo de se tentar obter um contraste de casos em termos de análise. Deste modo, a escolha dos casos a estudar não teve por base critérios económicos ou financeiros, mas, sim, estes foram seleccionados de acordo com as disponibilidades das empresas em facilitar as suas informações.

3.3. Tipologia de estudo de caso

Na perspectiva de Major e Vieira (2009, p. 144), estes observam “que apesar de se procurar tipificar estudos em diferentes categorias, muitas vezes estas não são facilmente distinguíveis, podendo certos estudos apresentar, em simultâneo, características das diversas categorias.”

No nosso caso em concreto caracteriza-se por um estudo de caso exploratório, na medida em que este, tem como finalidade de nos permitir analisar as razões que justificam determinadas práticas em contabilidade.

3.4. Passos na condução de um estudo de caso

A primeira fase do estudo corresponde a fase de preparação do trabalho, onde fizemos a recolha da bibliografia necessária sobre o tema, através de livros, sites, artigos, para uma maior integração com o assunto; assim como, os contactos com as organizações, no qual enviamos cartas pedindo autorização para a realização da nossa investigação.

Depois procedemos para a fase seguinte, a recolha de evidências. Segundo Major e Vieira (2009), estes advogam que a colecta de dados para os estudos de caso pode se basear em várias fontes de evidências como:

1. Documentos;
2. Entrevistas;
3. Questionários;
4. Observação directa;
5. Registo de arquivos;
6. Artefactos;
7. Observação participante;

De entre as fontes citadas utilizamos, a documentação e a entrevista. A documentação baseada neste trabalho fundamenta-se na recolha de documentos contabilísticos, artigos publicados na *internet*, trabalhos científicos etc. A entrevista elaborada é não estruturada, que consiste numa conversação informal, que pode ser alimentada por perguntas abertas, em que o entrevistador tem liberdade para desenvolver cada situação

em qualquer direcção que considere adequada. É uma forma de poder explorar mais amplamente uma questão (Marconi e Lakatos, 2007).

O tratamento dos dados recolhidos foi feito com base no Excel, que permitiu obter os resultados pretendidos com o estudo.

Quadro 3 – Entrevistados

Nome das Empresas	Pessoas Entrevistadas	Funções
Alfa, Lda.	Sra. Antónia Lopes	Responsável Departamento Contabilidade
Medicentro, Lda.	Sr. Carlos Rodrigues	Director Administrativo
Fonseca & Santos, Lda.	Sr. Manuel Fonseca	Sócio / Gerente
Moave, SA	Sr. Ernesto Morais	Responsável Departamento Contabilidade
SCT, SA.	Sr. Adriano Soares	Responsável Departamento Contabilidade
Sossir, Lda.	Sr. João Gomes	Sócio / Gerente

Fonte: Elaboração própria

Em relação a unidade de análise, Yin (2003), diz que é importante definir a unidade de análise com o objectivo de garantir que o caso em estudo seja relevante para o tema e também as questões que se pretendem investigar.

Decidimos aplicar um estudo de caso múltiplo, onde utilizamos seis empresas em são Vicente, sendo duas industriais, a Moave, SA e a Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos, SA, duas comerciais, a Fonseca & Santos, Lda. e a Alfa, Lda. pelo que este constitui uma designação fictícia com o objectivo de manter o anonimato pedido pela empresa, e duas de serviços, a Sossir, Lda. e a Clínica Medicentro, Lda. Ainda acordo com Yin (2003), os estudos de casos múltiplos costumam ser mais convincentes e eficazes, razão pelo qual este autor aconselha estudo de caso múltiplo quando existe a possibilidade de escolha e recursos para os levar a cabo.

4. CAPÍTULO IV – ESTUDO DE CASOS

Este capítulo tem como objectivo fazer a apresentação e análise dos dados recolhidos, tendo como foco principal a questão e os objectivos dessa investigação científica, onde pretendemos ilustrar a avaliação de algumas empresas inseridas no mercado de São Vicente. Começaremos por apresentar um breve resumo do perfil das empresas estudadas, no qual dispensamos uma descrição individual das empresas em estudo, por questões de limitação de páginas da monografia.

4.1. Apresentação e Caracterização dos Casos

O quadro que se segue ilustra o resumo do perfil das empresas em estudo, em que a apresentação será feita com base nos dados de 2012.

Quadro 4 – Resumo do perfil das empresas estudadas

Empresas	Tipo de Sociedade	Actividade Principal	Volume de Negócios (contos)	Numero de Colaboradores
Moave, SA	Privada, sociedade anónima	Produção de trigo e Comercialização de arroz, açúcar, milho, farinha e fermento	2.371.201	63 38 Efectivos e 25 Contratados
Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos, SA	Privada, Sociedade anónima sendo 63,65 % das acções não cotadas e 36,35 % cotadas na BCV	Produção e Comercialização de Cigarros	806.939	46 32 Efectivos e 14 Contratados

Medicentro, Lda.	Privada Sociedade por Quotas	Prestação de serviços de saúde	78.226	69 34 Efectivos e 45 prestadores de serviços
Sossir, Lda.	Privada Sociedade por Quotas	Prestação de serviços de limpeza mecanizada	33.355	145
Fonseca & Santos, Lda.	Privada Sociedade por Quotas	Importação e comercialização de equipamentos informáticos e material de escritório	88.460	6
Alfa, Lda.	Privada Sociedade por Quotas	Comercialização de peças e acessórios para veículos automóveis	74.612	11

Fonte: A autora com base nas informações recolhidas

De acordo com a nossa pesquisa realizada nas empresas estudadas, percebemos que algumas nunca realizaram avaliações às instituições. Das que pretendem avaliar futuramente, pretendem utilizar o método patrimonial, apesar da existência de métodos mais desenvolvidos.

Tendo em conta a literatura especializada em termos de métodos de avaliação de empresas, podemos dizer que essa prática vai no lado oposto, uma vez que vários autores nomeadamente Copeland *et al.* (2000), Vieito e Maqueira (2010), defendem que o método de fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow*), como sendo um método mais utilizado na avaliação de empresas, por ser um método que avalia a empresa de acordo com os fluxos gerados no presente, mas também leva em

consideração os fluxos de caixa que a empresa pode gerar no futuro, enquanto o método patrimonial é baseado em factos passados. Embora esse método (desconto de fluxo de caixa) seja mais utilizado na obtenção de valor de uma empresa, é comum verificar na prática a utilização de taxas de desconto incorrectas, levando a resultados inconsistentes. É de grande importância a utilização de uma taxa de desconto adequada na determinação do valor de uma empresa, pois uma avaliação incorrecta pode levar a decisões equivocadas sobre a aceitação de um investimento ou até mesmo trazer sérias consequências sobre a perspectiva futura de uma empresa.

4.2. Análise dos Resultados

De acordo com os métodos tradicionais apresentados anteriormente, optamos pelo método do valor contabilístico ou histórico por ser um método mais utilizado, nas empresas cabo-verdianas, pois apesar desse método parecer ultrapassado, este é de grande utilidade para avaliar empresas de pequenas e médias dimensão ou também em fase de estabilidade (Neves, 2002).

A primeira etapa da análise compreende o cálculo do valor das empresas através do método do valor contabilístico ou histórico, que implica na dedução do valor total dos activos, pelo total das dívidas para com os terceiros, o que representa na prática o património líquido da empresa.

Método do valor Contabilístico ou Histórico = (Total do activo - Total das dividas para com os terceiros)

Para o presente estudo, baseando-se nas informações disponibilizadas, chegamos as seguintes estimativas de valores patrimoniais.

Quadro 5 – Determinação do valor das empresas industriais pelo método tradicional

Rubricas	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Total de activo	1.330.330.013	1.401.731.428	1.644.801.212	655.457.735	714.026.838	684.400.919
Total de dívidas	352.052.988	447.894.145	528.612.354	125.182.122	135.134.890	111.097.472
Valor de empresa	978.277.025	953.837.283	1.116.188.858	530.275.613	578.891.948	573.303.447

De acordo com o quadro vê-se que em termos de valor da empresa, a Moave e a SCT apresentaram oscilações nos valores durante o período em análise. Ao analisar os balanços para ambas as empresas, podemos dizer que de facto estas oscilações estão relacionadas com a venda de alguns activos não essenciais para as actividades das organizações.

Quadro 6 – Determinação do valor das empresas comerciais pelo método tradicional

Rubricas	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Total de activo	343.377.808	333.842.550	322.730.760	249.441.752	268.599.614	292.010.544
Total de dívidas	283.526.964	270.195.746	254.453.167	205.815.941	222.156.676	248.470.302
Valor de empresa	59.850.844	63.646.805	68.277.592	43.625.811	46.442.938	43.540.242

Os valores que constam no quadro mostram que a empresa Fonseca & Santos teve uma evolução positiva durante o período em análise, o que demonstra que a entidade teve capacidade para aumentar o seu património líquido, 59.850.844 no ano 2010, 63.646.805 no ano 2011 e 68.277.592 no ano 2012. Já na empresa Alfa, não se consegue dizer o mesmo, uma vez que tanto os valores dos activos como os dos passivos variaram ao longo dos anos em análise fazendo com que o valor da empresa oscila-se.

Quadro 7 – Determinação do valor das empresas de prestação serviços pelo método tradicional

Rubricas	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Total de activo	92.374.501	135.662.596	127.932.087	28.608.765	25.917.633	26.714.413
Total de dívidas	87.487.051	129.848.245	119.339.671	16.383.121	16.831.594	16.816.163
Valor de empresa	4.887.450	5.814.351	8.592.416	12.225.644	9.086.039	9.898.250

Ao analisar os dados da Medicentro percebe-se que esta evolui ao longo do triénio com destaque em 2012, o que é muito bom para a empresa. Tendo em conta os dados da Sossir verificamos que no ano de 2011 a empresa aplicou uma politica de retirada de capital próprio, o que originou uma redução do seu valor de 2010 para 2011.

É de ressaltar que este método de avaliação é insuficiente para fornecer uma estimativa exacta ou completa do valor da empresa, visto que este tipo de avaliação apenas proporciona uma base do valor estático da empresa, servindo apenas como referências para os processos futuros, apresentando-se como tipo de uma fotografia da empresa não podendo neste caso tomar certas decisões.

Efectuada a análise pelo método tradicional, a etapa seguinte da análise envolve a determinação do valor das empresas pelo método do EVA. Esta análise inicia-se com a determinação do balanço do EVA, do capital investido e dos custos dos capitais investidos.

A primeira fase do cálculo do EVA consiste na elaboração do balanço do EVA, onde são determinados os valores relativos aos activos líquidos e ao capital investido.

Para o cálculo das Necessidades de Fundo Maneio no Balanço do EVA deduzimos das necessidades cíclicas (clientes, inventários, EOEP, outras contas a receber, sócios, deferimentos, pessoal, adiantamentos a fornecedores) os recursos cíclicos (fornecedores, Pessoal, adiantamentos de Clientes, sócios, pessoal, deferimentos, EOEP).

Determinação do capital investido

Tendo em conta as empresas apresentadas, foi identificado a existência de duas fontes de financiamento, sendo a primeira refere-se ao capital próprio e a segunda tem como base os recursos de terceiros, com excepção da Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos SA, uma vez que não recorrem a nenhum tipo de financiamento nos anos em análise. O capital investido nas empresas foi calculado considerando o activo líquido e não o activo bruto.

Na sequência calculamos o RODI através do resultado operacional antes de perdas/ganhos financeiros e imposto pela expressão $(1-t)$ sendo t - a taxa do imposto (25%), essa taxa foi alocada de acordo com os anos em análise.

O próximo passo para o cálculo do EVA consiste na determinação do custo médio ponderado de capital (WACC).

Como abordado no capítulo 2, o custo médio ponderado de capital é uma medida de avaliação ponderada das diversas fontes de capital das organizações, em que o cálculo desta taxa passa pela determinação tanto do custo do capital próprio como do capital alheio.

De forma fragmentada apresentamos os componentes para o cálculo do WACC, onde seguimos a fórmula do Pinho e Tavares (2012).

O Custo do Capital Próprio

O modelo utilizado para determinação do custo de capital próprio foi a metodologia de CAPM *Capital (Asset Pricing Model)* tal qual discutido por Neves (2012). Relativamente à ponderação da utilização dos capitais próprios, os valores base utilizados no seu cálculo foram: a taxa de juro sem risco (r_f), o prémio de risco de mercado (r_m) e o coeficiente de risco sistemático (β).

A taxa de juro sem risco foi estimada com base nos valores do Banco de Cabo Verde (BCV), que neste caso consideramos uma taxa de 4%.

Para estimar o premio de risco de mercado, é necessário a utilização de uma carteira de activos que represente de forma adequada o investimento que esta sendo analisado.

As empresas em estudo não possuem activos negociados na bolsa de valores com excepção a Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos SA. Nesta empresa também não conseguimos calcular o premio de risco de mercado, devido a falta de actualização dos dados no mercado financeiro.

O prémio de risco do mercado é uma taxa superior à taxa isenta de risco, visto que quanto maior o risco do investimento, maior será o seu retorno exigido.

Como a estimativa desse prémio requer um certo aprofundamento, e pelo facto de não serem disponibilizadas as informações necessárias na Bolsa de Valores de Cabo Verde, foi utilizado neste estudo uma estimativa de prémio de risco consistente com a tabela de DAMODARAN, que indica o prémio de risco consoante as características do mercado financeiro. DAMODARAN sugere que a media dos países emergentes deve variar entre 10% a 11%.

Para o cálculo do coeficiente de risco sistemático (β) consideramos as percentagens aceites por cada sector de actividades, também citadas pelo DAMODARAN.

Custo do capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros dá-se a partir do momento que uma empresa assume a contratação de algum tipo de financiamento.

O custo dos capitais de terceiros foi estimado de acordo com a fórmula apresentada por Neves (2002), como exposto no capítulo 2.

Assim, ponderando todos os capitais e os custos, as empresas apresentaram no período analisado, os seguintes WACC.

Quadro 8 – Determinação WACC das empresas industriais

Descrição	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Capital próprio	978.277.025	953.837.283	1.116.188.858	530.275.613	578.891.948	573.303.447
Passivo	154.288.066	123.780.359	79.420.912	0	0	0
CP + Passivo	1.132.565.091	1.077.617.642	1.195.609.770	530.275.613	578.891.948	573.303.447
C. Capital alheio	6,14%	7,85%	6,99%	0	0	0
Desp. Financeiras	9.475.570	9.716.057	5.548.525	0	0	0
F. Curto e MLP	154.288.066	123.780.359	79.420.912	0	0	0
Custo C.P	9,04%	9,09%	8,94%	8,34%	9,23%	9,08%
Taxa imposto	25,00%	25,00%	25,00%			
WACC	8,44%	8,72%	8,70%	8,34%	9,23%	9,08%

Em relação a Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos, SA, a empresa apresenta um custo de capital próprio (*re*) igual ao custo médio ponderado de capital (WACC), pelo facto de a empresa não ter recorrido a nenhum empréstimo nos anos em análise. O capital investido é financiado 100% por recursos próprios.

Quadro 9 – Determinação WACC das empresas comerciais

Descrição	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Capital próprio	59.850.844	63.646.804	68.277.592	44.795.081	48.445.402	46.575.775
Passivo	62.364.490	60.241.238	57.989.032	49.020.614	40.368.703	51.153.096
CP + Passivo	122.215.334	123.888.042	126.266.624	93.815.695	88.814.105	97.728.871
C. Capital alheio	2,43%	2,44%	2,26%	2,39%	2,67%	2,02%
Desp. Financeiras	1.513.287	1.471.800	1.311.908	1.169.270	1.076.004	1.033.069
Finan. Curto e MLP	62.364.490	60.241.238	57.989.032	49.020.614	40.368.703	51.153.096
Custo C.P	10,86%	10,12%	10,75%	13,67%	13,56%	13,82%
Taxa imposto	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
WACC	6,25%	6,09%	6,59%	7,46%	8,31%	7,38%

Quanto ao custo de capital próprio verificou-se que a Fonseca & Santos teve um custo maior em 2010, e a empresa Alfa em 2012, o que demonstra que nesses dois anos os accionistas das empresas exigiram um retorno de capital muito mais elevado do que os outros anos em análise.

Quadro 10 – Determinação WACC das empresas de prestação de serviços

Descrição	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Capital próprio	4.887.450	5.814.351	8.592.416	12.225.644	9.086.039	9.898.250
Passivo	77.020.733	116.525.846	110.112.599	12.622.103	14.680.435	15.021.341
CP + Passivo	81.908.183	122.340.197	118.705.015	24.847.747	23.766.474	24.919.591
C. Capital alheio	8,85%	7,08%	8,78%	9,01%	8,39%	8,88%
Desp. Financeiras	6.819.625	8.249.752	9.669.936	1.137.453	1.232.110	1.334.457
F. Curto e MLP	77.020.733	116.525.846	110.112.599	12.622.103	14.680.435	15.021.341
Custo C.P	8,76%	8,47%	7,94%	9,60%	9,09%	9,01%
Taxa imposto	25,00%	0,00%	25,00%	0,00%	0,00%	25,05%
WACC	6,77%	7,15%	6,68%	9,30%	8,66%	7,59%

É de notar que a fórmula de cálculo do WACC depende de componentes que não são estáticos, mas sim dinâmicos, pois estes podem variar no tempo. O custo de capital próprio quando calculado pelo método de CAPM, depende da taxa isenta de riscos, do retorno esperado do mercado e do risco sistemático da empresa, factores que podem alterar com o tempo. O custo de capital de terceiros depende das taxas de juros, um elemento sensível as condições do mercado.

Depois de ter calculado todos os componentes para a determinação do EVA, passemos então agora para a fase seguinte que consiste no seu cálculo, considerando os dados apurados nas etapas anteriores deste estudo.

Como vimos anteriormente o EVA pode ser calculado por diversas fórmulas, em que optamos como referência a fórmula apresentada por Pinho e Tavares (2012), para determinar o valor criado ou destruído pelas empresas no período compreendido de 2010 à 2012.

$$EVA = RODI - C * WACC$$

Quadro 11 – Determinação EVA das empresas industriais

Descrição	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RODI	155.200.003	183.289.104	159.826.202	149.843.137	162.458.264	136.746.349
WACC	8,44%	8,72%	8,70%	8,34%	9,23%	9,08%
CI	908.996.434	892.990.300	744.317.320	347.595.924	381.591.844	363.758.636
EVA	78.517.281	105.392.142	95.091.546	120.853.637	127.241.916	103.728.705

Conforme evidencia o quadro, ambas as empresas apresentaram um EVA positivo durante o período analisado, apesar de apresentar algumas flutuações nos valores. É de salientar que este indicador traduz na criação de valor para a empresa. Todavia este indicador mostra que tanto a Moave como a SCT criaram valor para os accionistas o que implica, necessariamente, que o desempenho das duas empresas superaram as expectativas dos accionistas. As empresas apresentaram um montante de rendimento suficiente durante os três anos em análise, pelo que após de remunerar todos os recursos aplicados conseguem ainda ter um resultado positivo.

Quadro 12 – Determinação EVA das empresas comerciais

Descrição	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RODI	2.556.878	3.490.320	5.463.381	-816.499	4.341.852	-627.419
WACC	6,25%	6,09%	6,59%	7,46%	8,31%	7,38%
CI	113.587.712	117.794.648	109.793.811	92.285.653	86.137.310	93.260.918
EVA	-4.538.924	-3.685.429	-1.772.568	-7.702.475	-2.813.538	-7.509.117

A partir dos valores apresentados no quadro, podemos dizer que as duas empresas destruíram valores para seus detentores, ou sejam as empresas apresentaram um EVA negativo ao longo do triénio, na medida que não conseguiram gerar o suficiente para cobertura dos recursos operacionais de que necessitam. Os gestores das empresas devem rever as estratégias definidas para as organizações.

Quadro 13 – Determinação EVA das empresas de prestação de serviços

Descrição	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RODI	8.979.185	6.262.083	8.774.849	2.790.735	1.153.418	1.818.329
WACC	6,77%	7,15%	6,68%	9,30%	8,66%	7,59%
CI	80.239.564	120.883.675	118.138.793	22.826.007	23.229.872	23.104.465
EVA	3.549.244	-2.376.179	877.906	667.664	-858.254	64.118

De acordo com os dados do quadro apercebemos que as duas empresas apresentaram um EVA positivo nos anos 2010 e 2012, o que significa que as empresas conseguem superar os custos e os riscos associados aos recursos aplicados na empresa, ou seja neste período a Medicentro e a Sossir conseguiram criar valor. No entanto no ano 2011, não obtiveram o mesmo sucesso pelo que tanto a Medicentro como a Sossir apresentaram um EVA negativo, o que demonstra um mau desempenho das empresas nesse período, pois nesse ano as empresas não conseguiram criar valor para os seus detentores do capital investido.

Uma vez explicitado o cálculo do EVA, debrucemos agora em como determinar o valor das empresas.

No cálculo do valor das empresas, calculamos MVA onde utilizamos o WACC do ano de 2010, de cada empresa. Seguidamente actualizamos os EVA's dos restantes anos para o ano de 2010. Depois adicionamos estes valores dando origem ao valor do MVA, mais o capital investido do mesmo ano. Para o cálculo do valor da empresa utilizamos a seguinte fórmula.

$$\text{Valor de empresa} = \text{Capital investido} + \text{MVA}$$

Quadro 14 – Determinação do valor das empresas industriais

Valor da Empresa	Moave, S.A			SCT, S.A		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa = WACC 2010	8,44%			8,34%		
EVA Actualizado	72.408.884	89.631.661	74.579.888	111.550.338	108.405.805	81.570.376
MVA	236.620.434			301.526.519		
VE = CI + MVA	1.145.616.868			649.122.443		

Tendo em conta a metodologia do EVA, foi projectado o valor da Moave e da SCT considerando o ano de 2010. Porém, a análise do nosso estudo nos aponta para um valor de empresa de 1.145.616.868 escudos para a Moave e 649.122.443 escudos para a SCT.

Quadro 15 – Determinação do valor das empresas comerciais

Valor da Empresa	Fonseca & Santos, Lda			Alfa, Lda		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa = WACC 2010	6,25%			7,46%		
EVA Actualizado	-4.272.050	-3.264.787	-1.477.927	-7.167.654	-2.436.387	-6.051.027
MVA	-9.014.764			-15.655.068		
VE = CI + MVA	104.572.948			76.630.585		

O resultado dessa avaliação estima um valor de 104.572.948 escudos para a empresa Fonseca & Santos e 76.630.585 para a empresa Alfa, tendo em conta os dados do ano de 2010.

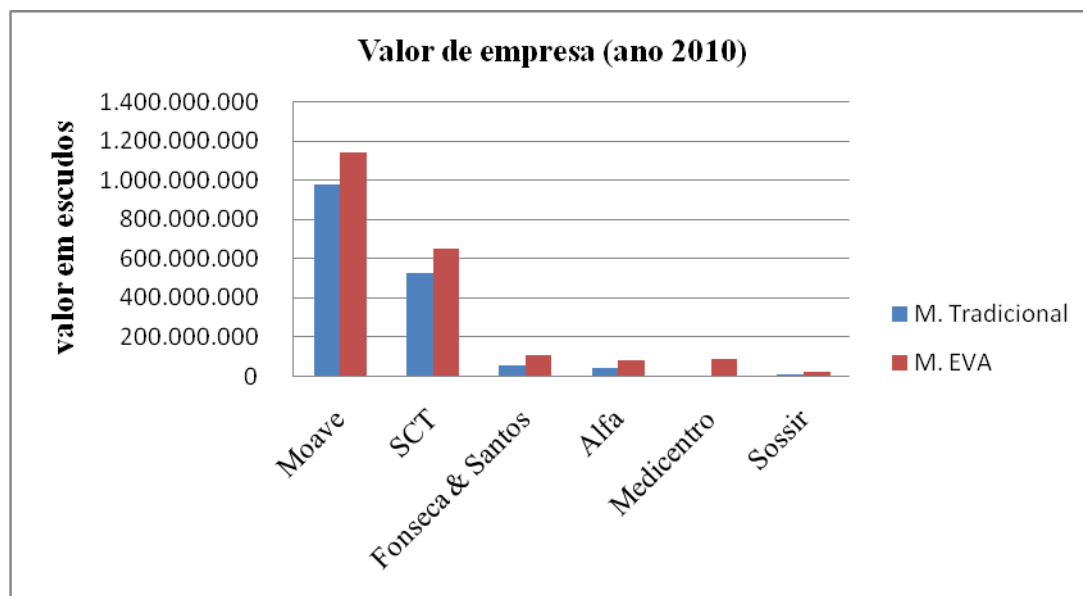
Quadro 16 – Determinação do valor das empresas de prestação de serviços

Valor da Empresa	Medicentro, Lda			Sossir, Lda		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa = WACC 2010	6,77%			9,30%		
EVA Actualizado	3.324.284	-2.084.509	721.332	610.849	-718.400	49.102
MVA	1.961.107			-58.449		
VE = CI + MVA	82.200.671			22.767.558		

Ao analisar os resultados dos quadros, acima referidos ou seja o valor das empresas com base no ano 2010, é de notar que pelo método do EVA, as empresas apresentaram um valor (Moave 1.145.616.868, SCT 649.122.443, Fonseca & Santos 104.572.948, Alfa 76.630.585, Medicentro 82.200.617 e Sossir 22.767.558) muito mais elevado do que o valor apresentado pelo método do valor contabilístico ou histórico, (Moave 978.277.025, SCT 530.275.613, Fonseca & Santos 59.850.844, Alfa 43.625.811, Medicentro 4.887.450 e Sossir 12.225.644), o que nos demonstra que esta ultima forma de avaliação deixa de considerar aspectos relevantes para a gestão de uma empresa.

Análise Comparativa dos Impactos nos resultados da avaliação baseada no EVA e no método Tradicional (método do valor contabilístico ou histórico)

Gráfico 1 – Gráfico comparativo entre os dois métodos



Fonte: elaboração própria

Estabelecidas as avaliações pelo método tradicional e pelo método do EVA, em relação ao ano 2010, percebemos que para todos os sectores, o melhor resultado é o fornecido através do método EVA, uma vez que tal método permite determinar quanto vale a empresa, com base na sua capacidade potencial de criar riqueza, o que demonstra uma fragilidade inerente ao método tradicional, visto que estes não conseguem perceber a criação de riqueza da entidade. O método tradicional é calculado para a empresa no seu todo, e não o têm em conta as áreas de negócio que compõem a empresa, não estimulando os investimentos que dão uma rendibilidade superior ao custo de oportunidade dos accionistas.

A determinação dos valores das empresas acima referidas e agregadas segundo os sectores de actividade (indústria – Moave e SCT; Comércio – Fonseca & Santos e Alfa e prestação de serviços – Medicentro e Sossir) de acordo com o método do EVA, emana em si importante carga de subjectividade.

Pelo método tradicional o sector industrial apresentou um valor muito mais elevado, em relação aos outros sectores, comercial e de prestação de serviços, sendo 978.277.025 para Moave, 530.275.613 SCT, 59.850.844 Fonseca & Santos, 43.625.811 Alfa, 4.887.450 Medicentro e 12.225.644 Sossir, tendo em conta o ano 2010. Neste sector os valores foram mais elevados do que os restantes sectores pelo facto da área industrial ser um ramo de negócio onde se realizam altos investimentos em capital físico, o que faz com que os valores dos activos sejam também elevados. Sendo empresas industriais estas necessitam de boas infra-estruturas para que possam produzir e vender os seus produtos, o que acarreta elevados custos fixos.

A análise dos resultados da aplicação do método do EVA, permite-nos verificar também que no sector industrial há sempre criação de valor ao longo do período analisado, pois sendo a Moave uma empresa que produz bens da primeira necessidade e que mesmo estando ou não em período de crise há sempre consumo, o que leva a um resultado positivo. Em relação a SCT, mesmo que a empresa não produz bens da primeira necessidade, esta encontra-se privilegiada por ter um monopólio em cabo verde. Apesar dos valores calculados para as empresas serem indicadores que, numa perspectiva de avaliação, ou saber se criaram ou não valor, podem também servir de referências para futuras tomadas de decisão.

Por outro lado, não havendo avaliações anteriores destas empresas, a não ser a SCT, SA que está cotada na Bolsa de Valores de Cabo Verde, é difícil fazer comparações, juízos de valor, ou mesmo, perceber e recomendar a assunção de qualquer uma destas avaliações.

Neste sentido, para se conhecer melhor as empresas em estudo, seria necessário a execução dos *due-diligences* que forneceriam elementos importantes sobre a performance de cada uma destas empresas e a partir daí, estando assim em condições de poder apreciar e validar os valores resultantes dos métodos tradicional e EVA.

Porém, o valor estimado para ambas as empresas é um valor que poderia ser comparado com o valor do mercado, com a intenção de verificar se este valor calculado para o ano 2010 corresponderia ao justo valor das empresas neste período. No caso de SCT tal é

possível isto porque está no mercado nacional de capitais. Contudo a análise do estudo nos aponta para um valor da empresa de 530.275.613 escudos pelo método tradicional e 649.122.443 escudos pelo método do EVA. Sendo que o valor de mercado da empresa neste período (2010) era de 579.412.500 escudos. A 31 de Dezembro, o capital social da SCT era representado por 240.000 acções. A cotação das acções sofreu um decréscimo ao longo do exercício pois, a 31 de Dezembro de 2010, era de 4.890 escudos por acção contra 6.000 escudos a 1 de Janeiro do mesmo ano. No entanto é de realçar, de acordo com a avaliação feita pelo EVA, a SCT apresentou um valor maior do que o valor oferecido pelo mercado, o que nos indica que esta conseguiu criar valor nesse período, e um valor menor do que é apresentado pelo mercado através do método tradicional, pelo facto de este basear-se apenas em dados contabilísticos.

Portanto tendo em conta a análise feita, e as informações fornecidas, poderíamos dizer que esses valores, correspondem aos valores das empresas em análise neste determinado período.

5. CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

Como referimos anteriormente a avaliação de empresa é um assunto complexo e isso dificulta a definição de uma metodologia única para a sua execução, uma vez que não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exacta, onde é possível comprovar os resultados apurados.

Tivemos a oportunidade de verificar que a subjectividade envolvida no processo de avaliação é uma das maiores dificuldades na determinação do valor de uma empresa.

Consideramos que os objectivos propostos foram cumpridos, na medida que conseguimos mostrar a importância da avaliação de empresa através do método EVA, assim como analisar a eficácia do EVA em relação ao método tradicional. Na verdade o trabalho, permiti-nos comparar os dois métodos e ficou clara a superioridade inerente à abordagem do EVA.

Constatamos também que existem vários métodos de avaliação de empresa que podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, visto que nenhum dos métodos traduz um valor preciso e único de uma empresa, mas sim uma estimativa. Também verificamos que as diferenças de valor das empresas em estudo, utilizando os dois métodos, são grandes e estas não devem ser vistas como um erro mas sim devem ser interpretadas tendo em conta a natureza de cada método e a qualidade de informação de origem.

Tendo em conta os métodos de avaliação de empresas, podemos dizer que uns são mais simples de aplicar do que outros, alguns consideram o maior número de variáveis possíveis, outros não, e que entre estes métodos de avaliação podemos destacar aqueles que são puramente práticos e objectivos, como os tradicionais e os carregados de complexidade e subjectividade que é o caso do EVA e do fluxo de caixa descontado.

Após esta análise, podemos concluir que os métodos de avaliação não são alternativos e complementares, neste caso concreto, o método do valor contabilístico ou histórico e o EVA. Como já foi dito, avaliar é uma arte e requer muito mais que conhecimentos teóricos; envolve a sensibilidade, astúcia, e continuo aperfeiçoamento do avaliador.

O trabalho serviu para enriquecer os nossos conhecimentos acerca do tema e esperamos que sirva de material de apoio aos demais que queiram pesquisar e aprofundar mais sobre o tema.

5.1. Limitações do Estudo

Durante a recolha, análise dos dados e a elaboração deste trabalho, deparámo-nos com algumas dificuldades tais como:

- O tempo que as empresas consomem em dar uma resposta positiva, a disponibilização dos dados e a insuficiência de informações por parte das empresas fizeram com que o estudo de caso não fosse mais alargada, mas mesmo com este constrangimento conseguimos apurar as informações consideradas pertinentes a este estudo.
- A falta de actualização dos dados na bolsa de valores de Cabo verde que dificulta na determinação dos componentes do EVA, como o Beta (β) e o risco específico de cada empresa, pelo que tivemos que recorrer ao site de DAMODARAN;
- Outros pressupostos no cálculo do EVA não foram considerados devido a limitação do tempo de entrega do trabalho científico;

5.2. Sugestões e Recomendações Futuras do Estudo

Para as empresas que pensem em determinar o valor das mesmas, recomendamos que utilizem o método desconto de fluxo de caixa (*discounted cash flow*), por ser um método mais eficaz na determinação do valor de uma empresa, e também pelo facto de não considerar apenas os fluxos de caixa gerados no passado mas sim os que podem ser gerados futuramente.

No trabalho ficou claro o uso do método EVA, mas poder-se-á futuramente fazer o mesmo estudo utilizando outros métodos de avaliação de modo a comparar os valores das empresas no período a que se considere.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

➤ Livros

Borges, A., & Azevedo, R. (2008). *Contabilidade e Finanças para a Gestão*. 4ª Edição. Lisboa: Área Editora, SA.

Brandão, E. (2002). *Finanças* 2ª Edição. Porto: Porto Editora.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Avaliação de Empresa " Valuation": Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*. 2ª Edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Lda.

Esperança, J. P., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais* 2ª Edição. Lisboa: Texto Editores, Lda.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Vol I*. 1ª Edição. Lisboa: Sílabo, Lda.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Vol II* 1ª Edição. Lisboa: Sílabo, Lda.

Franco, V. S., Morais, A. I., Oliveira, Á. V., Major, M. J., Serrasqueiro, R., Jesus, M. A., et al. (2012). *Temas de Contabilidade de Gestão - Gestão Orcamental e Medidas Financeiras de Avaliação de Desempenho*. 3ª Edição. Portugal: Artes Gráficas, Lda.

Jordan, H., Neves, J. C., & Rodrigues, J. A. (2005). *O controlo de Gestão ao Serviço da Estratégia e dos Gestores*. 6ª Edição. Lisboa: Áreas Editora, SA.

Major, M. J., & Vieira, R. (2009). *Contabilidade e Controlo de Gestão: Teoria, Metodologia e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

Marconi, M. d., & Lakatos, E. M. (2007). *Fundamentos da metodologia Científica*. 6ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, SA.

Mota, A. G., & Custódio, C. (2006). *Finanças de Empresa, Manual de Informação, Análise e Desição Financeira para Executivos* 1ª Edição. Lisboa: Booknomics.

Mota, A. G., Barroso, C. D., Nunes, J. P., & Ferreira, M. A. (2012). *Finanças Empresariais Teoria e Prática*. 4ª Edição. Lisboa.

- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Portugal: McGraw- Hill.
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Lisboa: Texto Editores, Lda.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão*. 5ª Edição. Portugal: Texto Editora, Lda.
- Pinho, C., & Tavares, S. V. (2012). *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Áreas Editora SA.
- Prodanov, C. C., & Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico* 2ª Edição. Rio Grande do Sul - Brasil: Feevale.
- Rodrigues, J. (2010). *Avaliação do desempenho das Organizações*. Lisboa: Escolar Editora.
- Schmidt, P., Santos, J. L., & Kloeckner, G. (2006). *Avaliação de Empresas - Foco na gestão de valor da empresa Teoria e prática*. São Paulo: Atlas S.A.
- Tournier, J.-C., & Tournier, J.-B. (2001). *Avaliação de Empresas* 1ª Edição. Lisboa: Bertrand.
- Vieito, J. P., & Maquieira, C. P. (2010). *Finanças Empresariais Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Yin, R. K. (2003). *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos* 2ª Edição. Porto Alegre: Bookman.

➤ **Dissertações e Teses**

Duarte, P. M. (2007). Avaliação de uma empresa não cotada no sector da distribuição Cinematográfico (estudo de caso). Instituto Superior de Ciências do trabalho e da empresa

Pinto, M. T. (2010). Uma análise da correlação entre EVA e MVA no contexto das empresas Portuguesas cotadas na bolsa - o caso do grupo Mota- engil, SGPS, SA. Universidade de Trás-os-Montes e alto Douro

Rangel, L. P. P. (2008). Aplicação do EVA na análise de desempenho. Dissertação (mestrado). Universidade de Aveiro - departamento de economia e Gestão

Raifur, L. (2008). Teoria e pratica em avaliação de empresas: estudo exploratório dos Laudos das CVM nos anos 2006 e 2007. Dissertação (mestrado). Universidade Federal do Paraná

Rosário, D. C. (2009). Avaliação da performance organizacional: Uma análise da utilização do tableau de bord e do balanced scorecard em empresas portuguesas.

Silva, E. L., & Menezes, E. M. (2005). Metodologia da pesquisa e elaboração de Dissertação. Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

➤ **Artigos**

Anónimo – Avaliação de desempenho pelo EVA (economic value added) em transportadora de passageiros. Disponível em: dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/3ccf/20090622083254. Acesso em 10 de Fevereiro de 2014 pelas Dezasseis horas e quarenta e três minutos

Muller, A. N., & Teló, A. R (2003). Modelos de avaliação de empresas. Disponível em: www.unifae.br/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae.../08_Aderbal.pdf Acesso em 3 de Abril de 2014 pelas Quinze horas e cinco minutos

Perez, M. M., & Famá, R.(2003). Avaliação de empresas e apuração de Haveres em processos judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças. Disponível em:

www.praticacontabil.com/Apuracao-de-Haveres.com

Acesso em 25 de Março de 2014 pelas Dezoito horas e trinta e cinco minutos

Zandonadi, A. L., Ribeiro, K. C. S., & Rogers, P. (2004). Avaliação através do método de Fluxo de Caixa Livre de uma empresa do sector de tecnologia de informação.

Disponível em: www.pablo.prof.ufu.br/artigos/cbc3.pdf

Acesso em 12 de Março de 2014 pelas Vinte e duas horas e nove minutos

➤ **Sítios na Internet**

Banco de Cabo Verde. <http://www.bcv.cv>

DAMODARAN ONLINE. <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar>

ANEXOS

Anexo 1 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas industriais

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Moave, S.A			Sociedade Cabo-verdiana de Tabacos, S.A		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
Vendas e Prestação de Serviços	1.902.604.006	2.343.949.673	2.371.200.676	708.710.753	814.392.255	806.939.308
Ganhos/ perdas imputados de subsidiárias		24.749.154	14.820.006	0	0	0
Variação dos Inventários de Produção	-2.721.108	21.861.414	6.127.054	795.569	-823.592	3.349.304
Gasto com Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	-1.394.174.002	-1.817.881.894	-1.843.927.196	-323.753.948	-387.917.971	-411.845.675
Resultado Operacional Bruto	505.708.896	572.678.347	548.220.540	385.752.374	425.650.692	398.442.937
Fornecimentos e Serviços Externos	-168.119.112	-198.953.700	-219.499.581	-71.901.083	-73.355.004	-76.602.621
Valor Acrescentado Bruto	337.589.784	373.724.647	328.720.959	313.851.291	352.295.688	321.840.316
Gastos com o Pessoal	-94.181.405	-99.651.149	-103.379.144	-73.830.579	-73.124.932	-82.571.006
Ajustamentos de Inventários (Perdas/Reversões)	0	0	0	0	0	1.768.871
Imparidades de Dívidas a Receber (Perdas/Reversões)	-19.655.679	-17.312.600	2.460.081	-1.547.000	-1.941.684	-7.259.791
Provisões (aumentos/reduções)	-4.500.000	4.500.000	0	0	0	0
Imparidades de Activos não Depreciáveis/Amortizáveis (Perdas/Reversões)	0	1.279.323	0	0	0	0
Outros Rendimentos e Ganhos	19.012.268	17.563.206	22.901.811	7.243.663	2.426.372	5.376.977
Outros Gastos e Perdas	-6.794.528	-10.393.167	-9.191.616	-31.231.424	-43.835.473	-38.271.749
Resultados Ant. Deprec. Amortiz. Perdas/Ganhos Financ.e Impostos	231.470.440	269.710.260	241.512.091	214.485.951	235.819.971	200.883.618
Gastos/Reversões de Depreciação e de Amortização	-24.537.103	-25.324.788	-28.410.489	-14.695.102	-19.208.952	-18.555.153
Perdas/reversões por Imparidade de Activos Depreciáveis/Amortizáveis	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional (Antes Perdas/Ganhos Financ. e Impostos)	206.933.337	244.385.472	213.101.602	199.790.849	216.611.019	182.328.465
Juros e Ganhos Similares Obtidos	41.660.733	15.387.187	11.579.890	12.931.466	13.235.316	11.283.034
Juros e Perdas Similares Suportados	-9.475.570	-9.716.057	-5.548.525	0	0	0

Resultado Antes de Impostos	239.118.500	250.056.602	219.132.967	212.722.315	229.846.335	193.611.499
Imposto Sobre Rendimento do Período	-57.000.000	-57.000.000	-50.000.000	-53.011.000	-59.500.000	-49.200.000
Resultado Líquido do Período	182.118.500	193.056.602	169.132.967	159.711.315	170.346.335	144.411.499

Anexo 2 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas comerciais

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
Vendas e Prestação de Serviços	101.933.294	97.514.341	88.460.305	93.974.705	103.585.444	74.612.314
Gasto com Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	-99.291.581	-90.943.355	-80.075.971	-72.489.118	77.955.658	-54.769.001
Resultado Operacional Bruto	2.641.713	6.570.986	8.384.334	21.485.587	25.629.786	19.843.313
Fornecimentos e Serviços Externos	-5.546.469	-4.130.939	-3.994.741	-11.332.331	-10.118.460	-9.583.918
Valor Acrescentado Bruto	-2.904.756	2.440.047	4.389.593	10.153.256	15.511.326	10.259.395
Gastos com o Pessoal	-3.262.948	-3.326.063	-3.315.500	-7.391.750	-7.558.036	-8.542.051
Outros Rendimentos e Ganhos	13.223.162	9.698.616	11.363.699	661.712	75.822	180.743
Outros Gastos e Perdas	-521.883	-887.663	-1.335.499	-3.662.320	-1.395.097	-2.507.741
Resultados Ant. Deprec. Amortiz. Perdas/Ganhos Financ.e Impostos	6.533.575	7.924.937	11.102.293	-239.102	6.634.015	-609.654
Gastos/Reversões de Depreciação e de Amortização	-3.124.405	-3.271.177	-3.817.785	-849.563	-844.879	-226.904
Perdas/reversões por Imparidade de Activos Depreciáveis/Amortizáveis	0	0	0	0		
Resultado Operacional (Antes Perdas/Ganhos Financ. e Impostos)	3.409.170	4.653.760	7.284.508	-1.088.665	5.789.136	-836.558
Juros e Ganhos Similares Obtidos	1.560.000	1.560.000	0	0	0	0
Juros e Perdas Similares Suportados	-1.513.287	-1.471.800	-1.311.908	-2.338.540	-2.152.008	-2.066.138
Resultado Antes de Impostos	3.455.883	4.741.960	5.972.600	-3.427.205	3.637.128	-2.902.696
Imposto Sobre Rendimento do Período	-526.000	-946.000	-1.341.812	0	-820.000	0
Resultado Líquido do Período	2.929.883	3.795.960	4.630.788	-3.427.205	2.817.128	-2.902.696

Anexo 3 – Demonstração de Resultado por Natureza das empresas de prestação de serviços

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
Vendas e Prestação de Serviços	65.621.275	68.604.778	78.225.686	33.806.484	34.008.401	33.354.900
Gasto com Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas	0	0	0	-2.577.680	-3.012.063	-2.927.770
Resultado Operacional Bruto	65.621.275	68.604.778	78.225.686	31.228.804	30.996.338	30.427.130
Fornecimentos e Serviços Externos	-29.597.405	-32.676.778	-30.766.286	-2.823.964	-3.001.358	-2.961.672
Valor Acrescentado Bruto	36.023.870	35.928.000	47.459.400	28.404.840	27.994.980	27.465.458
Gastos com o Pessoal	-14.712.113	-19.899.820	-22.883.566	-22.345.307	-24.141.543	-23.035.930
Imparidades de Dívidas a Receber (Perdas/Reversões)	0	0	0	-330.697	0	0
Outros Rendimentos e Ganhos	3.278.409	974.838	1.288.778	0	113.051	217.391
Outros Gastos e Perdas	-4.287.800	-1.434.167	-903.911	-110.495	-175.819	-164.793
Resultados Ant. Deprec. Amortiz. Perdas/Ganhos Financ.e Impostos	20.302.366	15.568.851	24.960.701	5.618.341	3.790.669	4.482.126
Gastos/Reversões de Depreciação e de Amortização	-8.330.119	-7.057.151	-13.220.928	-1.897.361	-2.252.779	-2.057.687
Perdas/reversões por Imparidade de Activos Depreciáveis/Amortizáveis	0	-162.256	-39.974	0	0	0
Resultado Operacional (Antes Perdas/Ganhos Financ. e Impostos)	11.972.247	8.349.444	11.699.799	3.720.980	1.537.890	2.424.439
Juros e Ganhos Similares Obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e Perdas Similares Suportados	-6.819.625	-8.249.752	-9.669.936	-1.137.453	-1.232.110	-1.334.457
Resultado Antes de Impostos	5.152.622	99.692	2.029.863	2.583.527	305.780	1.089.982
Imposto Sobre Rendimento do Período	-2.193.061	0	-507.466	0	0	-273.026
Resultado Líquido do Período	2.959.561	99.692	1.522.397	2.583.527	305.780	816.956

Anexo 4 – Balanço das empresas industriais

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
ACTIVO						
Activo não corrente						
Activos Fixos Tangíveis						
Terrenos e Recursos Naturais	5.080.680	5.080.680	5.080.680			
Edifícios e Outras Construções	132.752.891	136.323.775	140.991.962	45.580.419	41.524.059	37.467.699
Equipamento Básico	35.408.011	37.653.984	24.472.340	7.265.737	28.816.121	22.378.455
Equipamento de Transporte	11.778.447	9.865.179	10.409.651	10.344.894	7.938.948	5.809.450
Equipamento Administrativo	3.260.544	6.215.795	9.921.990	3.973.326	3.563.878	2.568.069
Outros Activos Fixos Tangíveis	778.914	1.216.207	1.449.149	1.606.517	6.075.775	7.910.356
Total	189.059.487	196.355.620	192.325.772	68.770.893	87.918.781	76.134.029
Propriedades de Investimentos						
Terrenos e Recursos Naturais	12.450.610	12.450.610	12.450.610	96.045.912	125.893.238	126.517.838
Edifícios e Outras Construções				49.265.094	46.170.717	43.076.340
Total	12.450.610	12.450.610	12.450.610	145.311.006	172.063.955	169.594.178
Activos Intangíveis						
Programas de Computador	240.817	29.600	540.850	436.451	32.363	4.626
Total	240.817	29.600	540.850	436.451	32.363	4.626
Participações Financeiras - Método de Equiv. Patrimonial		197.134.370	281.344.609			
Participações Financeiras - Outros Métodos	400.773.267	67.919.375	67.919.375			

Outros Activos Financeiros	4.641.000	4.641.000	4.641.000			
Outros Investimentos Financeiros				100.859.000	100.192.271	99.525.857
Activos não Correntes Detidos para Venda			600.000			
Total	405.414.267	269.694.745	354.504.984	100.859.000	100.192.271	99.525.857
Total do activo não corrente	607.165.181	478.530.575	559.822.216	315.377.350	360.207.370	345.258.690
Activo Corrente						
Inventários						
Mercadorias	225.436.392	428.271.792	329.573.488	32.953.991	53.478.774	28.292.855
Produtos Acabados e Intermédios	7.638.291	29.137.821	32.776.794	9.720.303	8.896.711	11.055.665
Subprodutos, Desperdícios, Resíduos e Refugos	5.786.800	6.148.684	8.636.764			
Matérias Primas Subsidiárias e de Consumo	116.361.652	137.122.709	49.782.939	18.760.344	30.334.038	26.806.509
Outros Produtos de Consumo						
Total	355.223.135	600.681.006	420.769.985	61.434.638	92.709.523	66.155.029
Clientes	77.764.122	68.181.985	66.052.624	12.875.207	21.747.651	20.304.306
Adiantamento a Fornecedores	1.928.278	5.656.445	16.966.575	6.047.963	110.750	92.857
Estado e Outros Entes Públicos	17.154.727	36.246.429	54.403.692	5.011.190	2.480.658	1.505.536
Accionistas/Sócios						
Outras Contas a Receber	42.787.850	27.719.869	75.261.361	16.618.013	12.189.206	11.361.555
Pessoal						
Diferimentos	238.063	87.777	232.309	5.413.685	2.281.576	5.178.135
Outros Activos Financeiros				50.000.000	25.000.000	25.000.000
Caixa e Depósitos Bancários	228.068.657	184.627.342	451.292.450	182.679.689	197.300.104	209.544.811
Total	367.941.697	322.519.847	664.209.011	278.645.747	261.109.945	272.987.200
Total do activo corrente	723.164.832	923.200.853	1.084.978.996	340.080.385	353.819.468	339.142.229
Total do Activo	1.330.330.013	1.401.731.428	1.644.801.212	655.457.735	714.026.838	684.400.919

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO						
Capital Próprio						
Capital Realizado	150.000.000	150.000.000	150.000.000	240.000.000	240.000.000	240.000.000
Reservas Legais	30.000.000	30.000.000	30.000.000	39.998.350	48.000.000	48.000.000
Outras Reservas	616.158.525	707.217.779	804.274.379	95.260.929	92.275.613	112.621.948
Excedentes de Revalorização					28.270.000	28.270.000
Ajustamentos em Activos Financeiros		-147.178.348	-93.872.232			
Resultados Transitados		20.741.250	56.653.745	-4.694.981	0	0
Resultado Líquido do Período	182.118.500	193.056.602	169.132.966	159.711.315	170.346.335	144.411.499
Total do Capital Próprio	978.277.025	953.837.283	1.116.188.858	530.275.613	578.891.948	573.303.447
PASSIVO						
Passivo não Corrente						
Provisões	4.500.000					
Financiamentos Obtidos	108.072.056	14.254.829	16.026.895	0	0	0
Total do Passivo não Corrente	112.572.056	14.254.829	16.026.895	0	0	0
Passivo Corrente						
Fornecedores	82.208.227	209.570.107	348.558.084	38.386.035	48.899.664	25.175.951
Adiantamentos de Clientes	2.878.667	2.432.326	3.657.286			
Estado e Outros entes Públicos	60.910.322	61.008.330	54.656.175	66.627.252	65.776.277	58.383.534
Accionistas/Sócios	1.027.181	1.254.829	1.494.829	0	0	0
Financiamentos Obtidos	46.216.010	109.525.530	63.394.017	0	0	0
Outras Contas a Pagar	46.240.525	49.848.194	40.825.068	15.141.191	15.995.665	23.670.967
Diferimentos				5.027.644	4.463.284	3.867.020
Total do passivo corrente	239.480.932	433.639.316	512.585.459	125.182.122	135.134.890	111.097.472

Total do Passivo	352.052.988	447.894.145	528.612.354	125.182.122	135.134.890	111.097.472
Total do Capital Próprio e do Passivo	1.330.330.013	1.401.731.428	1.644.801.212	655.457.735	714.026.838	684.400.919

Anexo 5 – Balanço das empresas comerciais

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Fonseca & Santos, Lda			Alfa, Lda		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
ACTIVO						
Activo não corrente						
Activos Fixos Tangíveis						
Terrenos e Recursos Naturais	70.931.046	70.931.046	70.931.046			
Edifícios e Outras Construções	21.713.775	26.390.140	26.084.481	32.885.120	29.657.895	
Equipamento Básico	822.186	605.033	611.954	759.843		
Equipamento de Transporte	5.576.545	4.657.749	3.347.796	578.107	3.268.079	
Equipamento Administrativo	369.204	88.163	109.930	693.598	575.573	742.082
Outros Activos Fixos Tangíveis	290.981	233.821	145.765	0	28.500	274.688
Total	99.703.737	102.905.952	101.230.972	34.916.668	33.530.047	1.016.770
Propriedades de Investimentos						
Terrenos e Recursos Naturais	9.306.750	9.306.750	9.306.750			6.070.685
Edifícios e Outras Construções	27.618.041	26.080.782	24.543.553			37.986.437
Total	36.924.791	35.387.532	33.850.303			44.057.122

Participações Financeiras - Método de Equivalência Patrimonial						
Participações Financeiras - Outros Métodos	15.812.160	15.812.160	15.812.160			
Total	15.812.160	15.812.160	15.812.160			
Contas a receber						
Clientes				45.296.953	64.950.818	
Total do activo não corrente	152.440.688	154.105.644	150.893.435	80.213.621	98.480.865	45.073.892
Activo Corrente						
Inventários						
Mercadorias	67.335.283	44.784.347	55.135.124	131.074.176	129.904.811	143.301.169
Total	67.335.283	44.784.347	55.135.124	131.074.176	129.904.811	143.301.169
Clientes	101.010.256	116.125.867	86.603.606	67.251.272	67.682.171	142.324.033
Adiantamento a Fornecedores	2.453.161			502.651	2.817.268	2.323.690
Estado e Outros Entes Públicos			353.144	1.493.747	625.350	645.071
Accionistas/Sócios				950.000	250.000	250.000
Outras Contas a Receber	11.322.638	12.545.138	13.184.138	701.018	951.334	951.334
Pessoal	138.160	138.160	88.500	133.874	133.874	0
Diferimentos	50.000	50.000		405.584	5.584	321.745
Caixa e Depósitos Bancários	8.627.622	6.093.394	16.472.813	1.530.042	2.676.795	4.467.953
Total	123.601.837	134.952.559	116.702.201	72.968.188	75.142.376	151.283.826
Total do activo corrente	190.937.120	179.736.907	171.837.325	204.042.364	205.047.187	294.584.995
Total do Activo	343.377.808	333.842.550	322.730.760	284.255.985	303.528.052	339.658.887
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO						
Capital Próprio						
Capital Realizado	5.000.000	5.000.000	5.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Reservas Legais	1.000.000	1.000.000	1.000.000	423.188	423.188	423.188

Outras Reservas				27.794.083	27.794.083	27.794.083
Resultados Transitados	50.920.961	53.850.844	57.646.805	8.835.745	6.577.810	10.228.131
Resultado Líquido do Período	2.929.883	3.795.960	4.630.788	-2.257.935	3.650.321	-1.869.627
Total do Capital Próprio	59.850.844	63.646.804	68.277.592	44.795.081	48.445.402	46.575.775
PASSIVO						
Passivo não Corrente						
Provisões						
Financiamentos Obtidos	15.282.723	11.301.234	8.906.740	33.644.963	32.925.974	44.612.810
Total do Passivo não Corrente	15.282.723	11.301.234	8.906.740	33.644.963	32.925.974	44.612.810
Passivo Corrente						
Fornecedores	50.611.793	33.465.144	37.246.861	61.056.405	67.027.491	64.568.088
Adiantamentos de Clientes	3.081.238	2.303.695	661.780	1.276.719	1.705.069	18.284.848
Estado e Outros entes Públicos	11.289.818	15.140.673	12.931.141	1.315.541	2.810.435	2.443.936
Accionistas/Sócios	136.324.741	137.516.873	123.550.850	27.124.530	27.761.505	28.521.405
Financiamentos Obtidos	47.081.767	48.940.004	49.082.292	15.375.651	7.442.729	6.540.286
Outras Contas a Pagar	19.854.884	21.528.123	22.073.503	99.037.033	114.901.901	127.552.084
Pessoal				630.062	507.546	559.655
Total do passivo corrente	268.244.241	258.894.512	245.546.427	205.815.941	222.156.676	248.470.302
Total do Passivo	283.526.964	270.195.746	254.453.167	239.460.904	255.082.650	293.083.112
Total do Capital Próprio e do Passivo	343.377.808	333.842.550	322.730.760	284.255.985	303.528.052	339.658.887

Anexo 6 – Balanço das empresas de prestação de serviços

Unidade Monetária (ECV)

RÚBRICAS	Medicentro, Lda			Sossir, Lda		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores	Valores
ACTIVO						
Activo não corrente						
Activos Fixos Tangíveis						
Terrenos e Recursos Naturais			19.153.273			
Edifícios e Outras Construções	68.918.756	66.620.363	53.872.578	11.439.305	10.904.553	10.530.226
Equipamento Básico	9.307.252	6.323.742	44.468.623	946.444	643.635	224.821
Equipamento de Transporte	0	2.547.000	1.980.996	3.025.072	4.274.149	3.105.588
Equipamento Administrativo	3.384.203	2.770.955	2.315.544	224.156	198.475	102.490
Outros Activos Fixos Tangíveis	616.211	1.400.599	2.391.152	0		
Total	82.226.422	79.662.659	124.182.166	15.634.977	16.020.812	13.963.125
Activos Intangíveis						
Programas de Computador	23.136	7.956				
Investimento em Curso	7.586.487	51.108.596				
Activos não Correntes Detidos para Venda			306.806			
Total do activo não corrente	89.836.045	130.779.211	124.488.972	15.634.977	16.020.812	13.963.125
Activo Corrente						
Inventario						
Matérias-primas Subsidiárias e de Consumo			814.417			

Outros Produtos de Consumo						
Total	0	0	814.417	0	0	0
Clientes	546.137	983.780	664.690	6.283.249	4.099.955	5.273.253
Adiantamento a Fornecedores		0	200.000			
Estado e Outros Entes Públicos		0	0			
Accionistas/Sócios	900	0	0	1.454.488	1.454.488	1.454.488
Outras Contas a Receber	254.314	2.214.815	958.000	2.906.568	3.135.241	3.774.014
Pessoal		31.130		307.743	662.443	434.407
Diferimentos	68.486	197.138	239.786		8.092	0
Caixa e Depósitos Bancários	1.668.619	1.456.522	566.222	2.021.740	536.602	1.815.126
Total	2.538.456	4.883.385	2.628.698	12.973.788	9.896.821	12.751.288
Total do activo corrente	2.538.456	4.883.385	3.443.115	12.973.788	9.896.821	12.751.288
Total do Activo	92.374.501	135.662.596	127.932.087	28.608.765	25.917.633	26.714.413
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO						
Capital Próprio						
Capital Realizado	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Ajustamentos de Exercícios Anteriores		827.209	2.082.877			
Resultados Transitados	-3.072.111	-112.550	-12.858	4.642.117	3.780.259	4.081.294
Resultado Líquido do Período	2.959.561	99.692	1.522.397	2.583.527	305.780	816.956
Total do Capital Próprio	4.887.450	5.814.351	8.592.416	12.225.644	9.086.039	9.898.250
PASSIVO						
Passivo não Corrente						
Financiamentos Obtidos	77.020.733	105.986.430	95.964.247			10.492.344
Total do Passivo não Corrente	77.020.733	105.986.430	95.964.247	0	0	10.492.344

Passivo Corrente						
Fornecedores	3.366.915	1.249.470	878.405	609.530	444.430	426.752
Adiantamentos de Clientes	14.375	60.000	54.483			
Estado e Outros entes Públicos	3.444.050	1.986.210	1.865.726	2.302.004	572.999	624.280
Accionistas/Sócios	2.022.919	1.972.919	2.953.235			
Financiamentos Obtidos		10.539.416	14.148.352	12.622.103	14.680.435	4.528.997
Outras Contas a Pagar	1.618.059	6.585.301	1.858.008	849.484	1.133.730	743.790
Pessoal		1.468.499	1.103.287			
Acréscimo de Gasto			513.928			
Diferimento						
Total do passivo corrente	10.466.318	23.861.815	23.375.424	16.383.121	16.831.594	6.323.819
Total do Passivo	87.487.051	129.848.245	119.339.671	16.383.121	16.831.594	16.816.163
Total do Capital Próprio e do Passivo	92.374.501	135.662.596	127.932.087	28.608.765	25.917.633	26.714.413

Apêndice 1 – Check List para a *due diligence*

a) Informação financeira:

- Demonstrações financeiras últimos três anos;
- Princípios contabilísticos ou de valorimetria;
- Declarações fiscais dos anos em análise ou *dossiers* fiscais;
- Ajustamentos às demonstrações financeiras;
- Projeções financeiras;
- Estrutura de capital;
- Detentores de capital social e seus direitos;
- Análise pormenorizada das quantias em dívida;
- Orçamentos anuais;
- Planos estratégicos.

b) Activos fixos:

- Descrição de todos os activos de propriedade da empresa;
- Descrição de todos os activos em locação financeira;
- Contratos subjacentes a activos fixos;
- Mapa de amortizações e reintegrações do ano actual e dos últimos três exercícios;
- Determinação do justo valor dos activos;
- Política de amortização;
- Análise dos investimentos feitos em cada ano;
- Contratos de seguros.

c) Produtos:

- Descrição de cada produto em cada segmento de mercado em termos de volume de vendas e margens brutas;
- Custo unitário de cada produto e perspectivas de evolução futura;
- Comparação com a concorrência;
- Lista das principais matérias-primas e subsidiárias do ano fiscal anterior;
- Informação sobre o ponto crítico das vendas: *mix* de produtos, custos fixos e custos variáveis;

d) Informações sobre clientes:

- Lista dos clientes mais importantes em função do volume de vendas;

- Relações estratégicas;
- Margem bruta por cliente.

e) Concorrência:

- Análise do ambiente competitivo em cada segmento de mercado;
- Relatórios anuais dos concorrentes directos;

f) Marketing, vendas e distribuição:

- Estratégia e implementação;
- Lista dos principais clientes, vendas totais e percentuais por cliente / grupo de clientes;
- Perspectivas de desenvolvimento de novos negócios;
- Análise de produtividade da força de vendas;
- Informação sobre as campanhas de *marketing* realizadas pela empresa;
- Resultados de estudos de mercado realizados;
- Prazo médio de recebimento;
- Política de descontos;
- Estatísticas de vendas dos últimos cinco anos;
- Lista dos principais concorrentes por segmento de negócio;

g) Investigação e Desenvolvimento (I&D):

- Novos produtos introduzidos pela empresa;
- Lista de patentes e outros registos, marcas, *copyrights* e contratos subjacentes;
- Descrição da organização das actividades de I&D.

h) Gestão e política de pessoal:

- Organograma;
- Informações de todos os trabalhadores com e sem vínculo laboral, nomeadamente função, antiguidade, idade, remuneração e formação;
- Currículos da equipa de gestão;
- Contratos de trabalho;
- Lista das condições aplicadas à generalidade dos contratos de trabalho da empresa;
- Contratos de seguro de trabalho;
- Plano de seguro de saúde e acidentes de trabalho;
- Plano de complementos de reforma;

- Problemas laborais;
- Custos com o pessoal;
- Análise da política de provisões nomeadamente para pensões, impostos, processos judiciais em curso, entre outros;
- Análise dos contratos de empréstimos;
- Análise dos contratos de locação financeira;
- Análise das dívidas ao Estado;
- Declaração de inexistência de dívidas à Fazenda Pública e à Segurança Social;
- Análise dos processos judiciais em curso.

j) Ambiente:

- Análise da legislação em vigor para o sector;
- Análise da situação ambiental da empresa;
- Análise das tendências futuras de regulamentação e impacte sobre a empresa.

Apêndice 2 – Calculo Necessidades de Fundo Maneio (unidade monetária – ECV)

Rubricas	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Necessidades Cíclicas	495.096.175	738.573.511	633.686.546	157.400.696	156.519.364	129.597.418
Recursos Cíclicos	193.264.922	324.113.786	449.191.442	125.182.122	135.134.890	111.097.472
Necessidades de Fundo Maneio	301.831.253	414.459.725	184.495.104	32.218.574	21.384.474	18.499.946
Necessidades Cíclicas						
Clientes	77.764.122	68.181.985	66.052.624	12.875.207	21.747.651	20.304.306
Inventários	355.223.135	600.681.006	420.769.985	61.434.638	92.709.523	66.155.029
Adiantamento a Fornecedores	1.928.278	5.656.445	16.966.575	6.047.963	110.750	92.857
Sócio + Diferimento + Pessoal	238.063	87.777	232.309	5.413.685	2.281.576	5.178.135
EOEP	17.154.727	36.246.429	54.403.692	5.011.190	2.480.658	1.505.536
Outras Contas a Receber	42.787.850	27.719.869	75.261.361	16.618.013	12.189.206	11.361.555
Outros activos financeiros	0	0	0	50.000.000	25.000.000	25.000.000
Recursos Cíclicos						
Fornecedores	82.208.227	209.570.107	348.558.084	38.386.035	48.899.664	25.175.951
EOEP	60.910.322	61.008.330	54.656.175	66.627.252	65.776.277	58.383.534
Adiantamento de Clientes	2.878.667	2.432.326	3.657.286	0	0	0
Outras Contas a Pagar	46.240.525	49.848.194	40.825.068	15.141.191	15.995.665	23.670.967
Sócio + Diferimento	1.027.181	1.254.829	1.494.829	5.027.644	4.463.284	3.867.020

Rubricas	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Necessidades Cíclicas	182.309.498	173.643.512	155.364.512	202.512.322	202.370.392	290.117.042
Recursos Cíclicos	221.162.474	209.954.508	196.464.135	190.440.290	214.713.947	241.930.016
Necessidades F. Maneio	-38.852.976	-36.310.995	-41.099.623	12.072.032	-12.343.555	48.187.026
Necessidades Cíclicas						
Cientes	101.010.256	116.125.867	86.603.606	67.251.272	67.682.171	142.324.033
Inventários	67.335.283	44.784.347	55.135.124	131.074.176	129.904.811	143.301.169
Adiantamento a Fornecedores	2.453.161	0	0	502.651	2.817.268	2.323.690
Sócio + Diferimento + Pessoal	188.160	188.160	88.500	1.489.458	389.458	571.745
EOEP	0	0	353.144	1.493.747	625.350	645.071
Outras Contas a Receber	11.322.638	12.545.138	13.184.138	701.018	951.334	951.334
Recursos Cíclicos						
Fornecedores	50.611.793	33.465.144	37.246.861	61.056.405	67.027.491	64.568.088
EOEP	11.289.818	15.140.673	12.931.141	1.315.541	2.810.435	2.443.936
Adiantamento de Clientes	3.081.238	2.303.695	661.780	1.276.719	1.705.069	18.284.848
Outras Contas a Pagar	19.854.884	21.528.123	22.073.503	99.037.033	114.901.901	127.552.084
Sócio + Pessoal	136.324.741	137.516.873	123.550.850	27.754.592	28.269.051	29.081.060

Rubricas	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Necessidades Cíclicas	869.837	3.426.863	2.876.893	10.952.048	9.360.219	10.936.162
Recursos Cíclicos	10.466.318	13.322.399	9.227.072	3.761.018	2.151.159	1.794.822
Necessidades de Fundo Maneio	-9.596.481	-9.895.536	-6.350.179	7.191.030	7.209.060	9.141.340
Necessidades Cíclicas						
Cientes	546.137	983.780	664.690	6.283.249	4.099.955	5.273.253
Inventários	0	0	814.417	0	0	0
Adiantamento a Fornecedores	0	0	200.000	0	0	0
Sócio + Diferimento + Pessoal	69.386	228.268	239.786	1.762.231	2.125.023	1.888.895
EOEP	0	0	0	0	0	0
Outras Contas a Receber	254.314	2.214.815	958.000	2.906.568	3.135.241	3.774.014
Recursos Cíclicos						
Fornecedores	3.366.915	1.249.470	878.405	609.530	444.430	426.752
EOEP	3.444.050	1.986.210	1.865.726	2.302.004	572.999	624.280
Adiantamento de Clientes	14.375	60.000	54.483	0	0	0
Outras Contas a Pagar	1.618.059	6.585.301	1.858.008	849.484	1.133.730	743.790
Sócio + Pessoal	2.022.919	3.441.418	4.056.522	0	0	0
Acréscimo de gasto	0	0	513928	0	0	0

Apêndice 3 – Balanço EVA (unidade monetária – ECV)

Rubricas	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Tangível	201.510.097	208.806.230	204.776.382	214.081.899	259.982.736	245.728.207
Activo Fixo Intangível	240.817	29.600	540.850	436.451	32.363	4.626
Investimento Financeiro	405.414.267	269.694.745	353.904.984	100.859.000	100.192.271	99.525.857
A. não corrente devido p/ venda	0	0	600.000	0	0	0
Necessidades Fundo Maneio	301.831.253	414.459.725	184.495.104	32.218.574	21.384.474	18.499.946
Disponibilidades	228.068.657	184.627.342	451.292.450	182.679.689	197.300.104	209.544.811
Total Activo	1.137.065.091	1.077.617.642	1.195.609.770	530.275.613	578.891.948	573.303.447
Património Liquido	978.277.025	953.837.283	1.116.188.858	530.275.613	578.891.948	573.303.447
Empréstimo Curto Prazo	46.216.010	109.525.530	63.394.017	0	0	0
Empréstimo Longo Prazo	108.072.056	14.254.829	16.026.895	0	0	0
Passivo não oneroso	4.500.000	0	0	0	0	0
T.Passivo + Patri. Liquido	1.137.065.091	1.077.617.642	1.195.609.770	530.275.613	578.891.948	573.303.447

Rubrica	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Tangível	136.628.528	138.293.484	135.081.275	34.916.668	33.530.047	45.073.892
Activo Fixo Intangível	0	0	0	0	0	0
Investimento Financeiro	15.812.160	15.812.160	15.812.160	0	0	0
Contas a Receber	0	0	0	45.296.953	64.950.818	0
Necessidades Fundo Maneio	-38.852.976	-36.310.995	-41.099.623	12.072.032	-12.343.555	48.187.026
Disponibilidades	8.627.622	6.093.394	16.472.813	1.530.042	2.676.795	4.467.953
Total Activo	122.215.334	123.888.043	126.266.624	93.815.695	88.814.105	97.728.871
Património Liquido	59.850.844	63.646.804	68.277.592	44.795.081	48.445.402	46.575.775
Empréstimo Curto Prazo	47.081.767	48.940.004	49.082.292	15.375.651	7.442.729	6.540.286
Empréstimo Longo Prazo	15.282.723	11.301.234	8.906.740	33.644.963	32.925.974	44.612.810
T.Passivo + Patri. Liquido	122.215.334	123.888.042	126.266.624	93.815.695	88.814.105	97.728.871

Rubrica	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Tangível	82.226.422	79.662.659	124.182.166	15.634.977	16.020.812	13.963.125
Activo Fixo Intangível	23.136	7.956	0	0	0	0
A. não corrente devido p/ venda	0	0	306.806	0	0	0
Investimento em curso	7.586.487	51.108.596	0	0	0	0
Necessidades Fundo Maneio	-9.596.481	-9.895.536	-6.350.179	7.191.030	7.209.060	9.141.340
Disponibilidades	1.668.619	1.456.522	566.222	2.021.740	536.602	1.815.126
Total Activo	81.908.183	122.340.197	118.705.015	24.847.747	23.766.474	24.919.591
Património Líquido	4.887.450	5.814.351	8.592.416	12.225.644	9.086.039	9.898.250
Empréstimo Curto Prazo	0	10.539.416	14.148.352	12.622.103	14.680.435	4.528.997
Empréstimo Longo Prazo	77.020.733	105.986.430	95.964.247	0	0	10.492.344
T.Passivo + Patri. Líquido	81.908.183	122.340.197	118.705.015	24.847.747	23.766.474	24.919.591

Apêndice 4 – Calculo do capital investido (unidade monetária – ECV)

Descrição	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Líquido	607.165.181	478.530.575	559.822.216	315.377.350	360.207.370	345.258.690
NFM	301.831.253	414.459.725	184.495.104	32.218.574	21.384.474	18.499.946
Capital Investido	908.996.434	892.990.300	744.317.320	347.595.924	381.591.844	363.758.636

Descrição	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Líquido	152.440.688	154.105.644	150.893.435	80.213.621	98.480.865	45.073.892
NFM	-38.852.976	-36.310.995	-41.099.623	12.072.032	-12.343.555	48.187.026
Capital Investido	113.587.712	117.794.648	109.793.811	92.285.653	86.137.310	93.260.918

Descrição	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Activo Fixo Líquido	89.836.045	130.779.211	124.488.972	15.634.977	16.020.812	13.963.125
NFM	-9.596.481	-9.895.536	-6.350.179	7.191.030	7.209.060	9.141.340
Capital Investido	80.239.564	120.883.675	118.138.793	22.826.007	23.229.872	23.104.465

Apêndice 5 – Calculo RODI (unidade monetária – ECV)

	Moave, SA			SCT, SA		
Descrição	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RO	206.933.337	244.385.472	213.101.602	199.790.849	216.611.019	182.328.465
Taxa Imposto	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
RODI	155.200.003	183.289.104	159.826.202	149.843.137	162.458.264	136.746.349

	Fonseca & Santos, Lda.			Alfa, Lda.		
Descrição	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RO	3.409.170	4.653.760	7.284.508	-1.088.665	5.789.136	-836.558
Taxa Imposto	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
RODI	2.556.878	3.490.320	5.463.381	-816.499	4.341.852	-627.419

	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
Descrição	2010	2011	2012	2010	2011	2012
RO	11.972.247	8.349.444	11.699.799	3.720.980	1.537.890	2.424.439
Taxa Imposto	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
RODI	8.979.185	6.262.083	8.774.849	2.790.735	1.153.418	1.818.329

Apêndice 6 – Determinação do custo capital próprio

Descrição	Moave, SA			SCT, SA		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa de juro sem risco	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Premio de risco do mercado	11%	10,88%	10,68%	11%	10,88%	10,68%
Coeficiente de risco sistemático	0,72	0,74	0,74	0,62	0,76	0,76
Custo do capital próprio	9,04%	9,09%	8,94%	8,34%	9,23%	9,08%

Descrição	Fonseca & santos, Lda.			Alfa, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa de juro sem risco	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Premio de risco do mercado	11%	10,88%	10,68%	11%	10,88%	10,68%
Coeficiente de risco sistemático	0,98	0,89	1,01	1,48	1,39	1,47
Custo do capital próprio	10,86%	10,12%	10,75%	13,67%	13,56%	13,82%

Descrição	Medicentro, Lda.			Sossir, Lda.		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Taxa de juro sem risco	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Premio de risco do mercado	11%	10,88%	10,68%	11%	10,88%	10,68%
Coeficiente de risco sistemático	0,68	0,65	0,59	0,8	0,74	0,75
Custo do capital próprio	8,76%	8,47%	7,94%	9,60%	9,09%	9,01%